



Valoración de Ripley Corp S.A.

Mediante el Método de Flujos de Caja Descontados

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumna: Karina Talancha
Profesor Guía: Carlos Maquieira

Santiago, 21 de Julio 2022

Tabla de contenido

RESUMEN EJECUTIVO	5
1. METODOLOGÍA	6
1.1. Principales métodos de valoración	6
1.1.1. Método de flujos de caja descontados	6
1.1.2. Método de múltiplos	9
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	10
2.1. Descripción de la empresa	10
2.2.1. Antecedentes del negocio e historia	10
2.2.2. Principales accionistas	13
2.2.3. Filiales	13
2.2. Descripción de la industria	16
2.2.1. Estado actual	16
2.2.2. Regulación y fiscalización	19
2.2.3. Empresas comparables	20
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	23
3.1. Deuda financiera	23
3.2. Patrimonio económico	26
3.3. Valor económico	26
3.4 Estructura de capital histórica y objetivo	27
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	29
4.1. Costo de la deuda	29
4.2. Beta de la deuda	29
4.3. Estimación del beta patrimonial	30
4.4. Beta patrimonial sin deuda	31
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	32
4.6. Costo patrimonial	32
4.7. Costo de capital	33
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	34
5.1. Análisis de crecimiento de la empresa	34
5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	38
5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa	47

5.4. Análisis de márgenes de la empresa	49
5.5. Análisis de los activos de la empresa	57
5.5.1. Activos operacionales y no operacionales	57
5.5.2. Capital de trabajo operativo neto	61
5.5.3. Inversiones	63
5.6. Análisis de crecimiento de la industria	65
5.6.1. Segmento de retail	65
5.6.2. Segmento bancario	67
6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	71
6.1. Ingresos operacionales proyectados	71
6.1.1. Negocio de retail	72
6.1.2. Negocio inmobiliario	78
6.1.3. Negocio bancario	81
6.2. Costos y gastos operacionales proyectados	83
6.3. Resultado no operacional proyectado	86
6.4. Impuesto corporativo proyectado	87
6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF	88
6.5.1. Supuestos utilizados	89
6.6. Estado de resultados proyectado porcentual	90
7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	91
7.1. Inversión en reposición	91
7.2. Nuevas inversiones de capital	91
7.3. Inversión o liberación de capital operativo neto	92
7.4. Valor terminal	93
7.5. Flujos de caja libre proyectados	93
8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	95
8.1. Valor presente de los flujos de caja libre	95
8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	96
8.3. Activos prescindibles y otros activos	96
8.4. Valorización económica de la empresa	97
8.5. Análisis de sensibilidad	98
BIBLIOGRAFÍA	101

ANEXOS	105
Anexo 1. 12 Principales accionistas de Ripley Corp S.A. a diciembre de 2021.	105
Anexo 2. Variación acumulada real anual (%) de venta del retail para Enero-Septiembre 2021.	106
Anexo 3. Ventas del comercio al por menor (crecimiento anual; %), para los años 2019-2021.	106
Anexo 4. Antecedentes generales de bono emitido por Ripley Corp S.A.	107
Anexo 5: Relevancia de otras ganancias (pérdidas) de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.	107
Anexo 6: Composición de estado de resultado de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.	108
Anexo 7: Inflación real histórica y expectativas para los años 2022-2026.	109
Anexo 8. Ventas del retail diciembre 2021.	109
Anexo 9: Índice de confianza del comercio, hoteles y restaurantes, para los años 2018-2022.	110
Anexo 10: Crecimiento de las ventas de subindustria tiendas por departamentos y Ripley para los años 2022-2026 .	110
Anexo 11: Cálculo de estimaciones de terceros en términos reales.	111
Anexo 12: Crecimiento de las ventas de tiendas por departamentos en Chile (% Valor RSP* 2007-2026).	112
Anexo 13: Crecimiento de las ventas de tiendas por departamentos en Perú (% Valor RSP* 2007-2026).	112
Anexo 14: Cálculo de TCAC de Banco Ripley.	113

RESUMEN EJECUTIVO

Se realizó la valoración de Ripley Corp S.A. en el presente informe, al 31 de diciembre de 2021, utilizando la metodología de flujos de caja descontados.

El Grupo Ripley goza de un importante reconocimiento a nivel latinoamericano, a través de sus filiales en el segmento del retail, banca e inmobiliario. Pero también está sujeto a ciertos riesgos, debido a que concentraba sus operaciones en industrias sumamente competitivas y en países con un alto riesgo político.

En cuanto a su financiamiento, el cual es en su mayoría de largo plazo, con una fuerte presencia de obligaciones con terceros. Este fue clave para estimar el costo de capital (4,37%), que permite descontar los flujos que se proyectaron en base al crecimiento de los ingresos operacionales proyectados. Se utilizaron estimaciones de terceros y la importancia que amerita la tendencia de sus negocios. Lo que llevó a determinar el valor de los activos de Ripley en 61.511 miles de UF. Para posteriormente estimar el patrimonio económico del Grupo en 7.273 miles de UF, con el fin de conducir a un precio estimado de la acción de 116 CLP, el cual es un 11,98% menor al precio de la acción al 31 de diciembre de 2021. Junto con la sensibilización de la valoración a través de la variación del costo de capital y de la tasa de crecimiento de los ingresos del negocio que aporta mayores beneficios al consolidado de Ripley Corp S.A.

1. METODOLOGÍA

Existen diversos tipos de valoración de empresas desarrolladas a lo largo del tiempo en la literatura financiera. Los cuales se pueden utilizar información y datos contenidos en balances, goodwill, informes de resultados, mercado bursátil y descuento de flujos de caja. Es importante destacar que los métodos de valoración no aseguran entregar resultados exactos, ya que las firmas y mercados son dinámicos.

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

1.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento

para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

1.1.2. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

Ripley Corp S.A. es el Grupo controlador de varias sociedades reconocidas como Ripley Chile S.A, con actividad operativa en los sectores de retail, financiero e inmobiliario a nivel nacional e internacional. En adelante se hará referencia a Ripley Corp S.A. como Ripley, y para aludir a una filial, se especificará aquella filial por su razón social.

2.2.1. Antecedentes del negocio e historia

Su historia se remonta a memorias cercanas a los años 60, con Marcelo y Alberto Calderón abriéndose camino a la confección de ropa en su primer taller de confección textil, llamado Calderón Confecciones. Para que poco después en 1956 hicieran la inauguración de su establecimiento, comenzando su actividad de venta al por menor de ropa masculina. Luego ambos hermanos Calderón hacen la apertura de la primera tienda Ripley en 1964 en el centro de Santiago, siguiendo el mismo negocio de venta al por menor. Prosiguieron con la apertura de más sucursales. Más adelante, en 1976 instauraron un sistema de crédito semiautomático. Unos años más tarde, en 1985 adquirieron el nuevo formato de tiendas por departamentos y en 1993 inauguraron su primera tienda en un centro comercial (Parque Arauco), llegando a un mayor público. Mientras que en 1997 internacionalizaron sus operaciones (en Perú), luego en 1999 pasaron a ofrecer servicios financieros de consumo inicialmente en Chile, para posteriormente en el 2000 integrar el e-business. Ripley se consolida como una de las grandes compañías en Chile, abriéndose al mercado bursátil el 14 de julio del 2005 y desde el 2007 siguieron inaugurando más tiendas de retail y sucursales bancarias tanto en Chile como en Perú, como también adquirieron propiedad de inmobiliarias en ambos países.

En el Cuadro 1 se puede observar antecedentes de su presencia en la bolsa de valores, ya que es una sociedad anónima abierta con rut 99.579.730-5 y casa matriz en Santiago de Chile. El riesgo de negocio del Grupo es evaluado por la Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada (en

Chile) y Moody`s Local PE Clasificadora de Riesgo S.A. (en Perú), entre otros¹. Asimismo su clasificación de riesgo es A+, siendo una compañía estable², dada la recuperación de sus filiales y la fortaleza de las ventas digitales en el retail, tras un periodo anómalo a nivel internacional. Es por esto que la Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada (en Chile) está convencida de que Ripley es capaz de sobreponer los flujos afectados tras 2019, con los flujos que sería capaz de generar en el largo plazo.

Cuadro 1. Antecedentes de Ripley Corp S.A.

Tipo de Información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	RIPLEY.SN RIPLEY.CE
Clase de acción	Ordinaria (serie única)
Derechos de cada clase	Dividendo
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Descripción de la empresa (profile)	Ripley Corp S.A, es una empresa con sede en Chile que se dedica principalmente al negocio de tiendas por departamento.
Rubros y países donde opera	Se concentran en el retail, banca e inmobiliaria, con operaciones actuales en Chile y Perú.

Fuente: Thomson Reuters Eikon, CMF y Humphreys.

Siguiendo con el contexto operacional de Ripley, en el Cuadro 2 se puede apreciar un resumen de los beneficios del Grupo al 31 de diciembre del 2021 (en miles de unidades de fomento, MUF), en el cual Chile es un país clave para sus actividades en conjunto. Una perspectiva desde los rubros, sería que el retail fue de suma importancia en términos de ingresos operacionales y beneficio, en el último año, esto se explica por el enfoque que le dan a nivel de inversión, como su negocio más reconocido. En tanto, el rubro inmobiliario reporta los menores beneficios operacionales en ambos países, lo que se comprende por la recuperación del contexto de incertidumbre económica para proyectos inmobiliarios tras el 2020. Entretanto los beneficios operacionales (EBITDA) obtenidos en los rubros de Perú fueron menores respecto a los obtenidos en Chile, con excepción del rubro inmobiliario que tuvo mayor beneficio operacional de sus subsidiarias en Perú que en Chile, esto se puede explicar por la visión de desarrollo de proyectos

¹ Memoria de Ripley Corp 2020.

² Humphreys; Comunicado de Ripley Corp 2021.

inmobiliarios y/o adquisición de propiedad de centros comerciales en el primer país, debido a que cuenta con menor explotación de centros comerciales a comparación con el último país mencionado anteriormente, por lo que es mayor la oportunidad de explotación, lo que se demuestra en los proyectos inmobiliarios en desarrollo.

Entonces, aunque los ingresos se concentren en Chile, shocks macroeconómicos o de otras índole, pueden afectar las actividades operacionales en Perú y con un efecto incrementado en Chile. Aunque sea de menor ponderación la banca en los ingresos de Ripley, es también importante mencionar que el Grupo ha hecho esfuerzos para que el negocio bancario pueda operar digitalmente por completo, sin necesidad de que el cliente deba asistir a una sucursal presencialmente, para un acceso más rápido y cómodo, debido a que las operaciones presenciales están sujetas a riesgos similares al negocio de retail. Lo que llama la atención es que a pesar de una baja ponderación en los ingresos operacionales, la ponderación del beneficio operacional que entrega el negocio bancario no va en línea con lo mostrado en los ingresos, esto se puede deber a un menor costo de venta y una mayor rentabilidad del negocio. Por lo que se puede decir, que los negocios no crecerían proporcionalmente a nivel operacional, lo que se encuentra previsto en el análisis del negocio y proyecciones.

Cuadro 2. Ingresos operacionales y EBITDA de Ripley Corp S.A por segmento y geografía.

Países y rubros donde opera para el año 2021	Ingresos (en MUF)	%	EBITDA (en MUF)	%
Chile	48.760	73,28%	6.020	81,79%
Retail	41.614	66,60%	3.766	51,17%
Banca	7.256	10,91%	2.254	30,63%
Inmobiliaria	13	0,02%	0	0,00%
Perú	18.077	26,98%	1.547	21,02%
Retail	14.689	22,07%	969	13,17%
Banca	2.668	4,01%	29	0,40%
Inmobiliaria	721	1,08%	549	7,46%
Total (1)	66.540	100,00%	7.360	100,00%

(1) El total incluye ajustes consolidados.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. 2021 y 2020.

2.2.2. Principales accionistas

También es importante plantear el contexto de propiedad del Grupo, ya que las emisiones y/o recompra de acciones de controladores y accionistas, son señales para que el mercado valore el presente y genere expectativas respecto al Grupo. En el Anexo 1 se aprecian los doce principales accionistas, siendo accionistas con más del 1,5% de participación. En el Cuadro 3 se puede observar con mayor detalle a la compañía controladora Inversiones R Matriz Limitada con un 42,83% de participación en el Grupo, la cual es propiedad de la familia Calderón Volochinsky, por lo que se puede decir que Ripley es una de las grandes empresas familiares en Chile.

El Grupo mantiene 1.936.052.298 acciones suscritas y pagadas, lo que se traduce en 1.476 accionistas con participación³.

Cuadro 3. Accionistas de controlador de Ripley Corp S.A. a diciembre de 2021.

Nombre	Número de acciones suscritas	% Participación
Michel Calderón Volochinsky	276.435.631	14,28%
Andrés Calderón Volochinsky	276.435.631	14,28%
Lázaro Calderón Volochinsky	276.435.631	14,28%
Total familia Calderón Volochinsky	829.306.893	42,83%
Total acciones en Ripley Corp S.A.	1.936.052.298	

Fuente: Memoria Ripley Corp S.A. 2021.

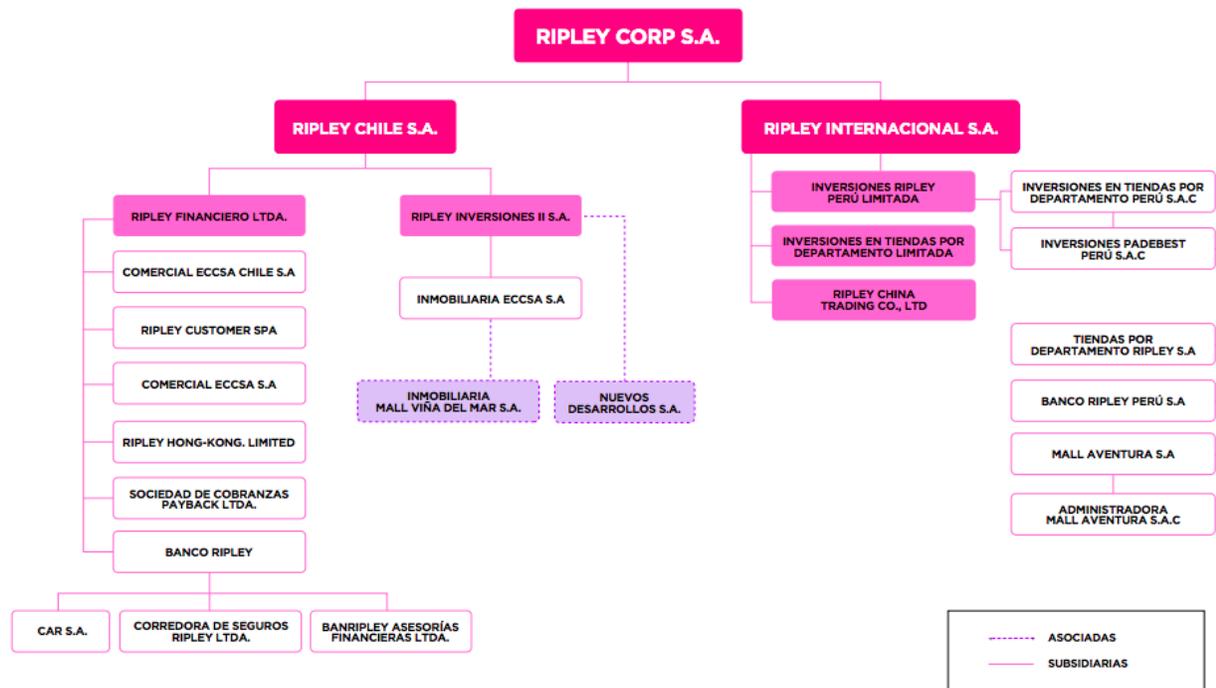
2.2.3. Filiales

Para poder tener una visión más completa de Ripley, es necesario consultar la estructura societaria resumida en la Figura 1. Del Grupo se desprenden sus principales filiales, Ripley Chile S.A. (con operaciones en Chile) y Ripley Internacional S.A. (opera en Perú). Respecto al 2020,

³ Ripley Corp S.A. (2021). Memoria anual de Ripley Corp S.A 2021.

se debe aclarar que con fecha de 14 de mayo de 2021, la subsidiaria Ripley Financiero Limitada y la filial Ripley Chile S.A. acordaron la disolución de la subsidiaria Administradora R S.A.⁴.

Figura 1. Resumen de estructura societaria de Ripley Corp S.A.



Fuente: Memoria Ripley Corp S.A. 2021.

Ripley Chile S.A. con rut 99.530.250-0, como filial es 100% propiedad de Ripley Corp S.A., esta es una sociedad anónima cerrada con giro de inversiones en bienes corporales e incorporales. Desarrolla operaciones en Chile y participa en tres segmentos de mercado a través de las subsidiarias Ripley Financiero Ltda y Ripley Inversiones II S.A. Ambas con el mismo giro que Ripley Chile S.A., la primera está presente en la subindustria de tiendas por departamentos por medio de las subsidiarias Comercial Exsa S.A. y Comercial Exsa Chile S.A., que se dedican a las tiendas por departamentos, siendo este el negocio principal del Grupo y es reconocido por este tipo de negocio debido a la amplia gama de productos que ofrecen al público, productos que sean utilizados en la cotidianidad y en ocasiones especiales, e incluso para mascotas. Además Ripley realizó una importante inversión del 21,52% en su filial Ripley Chile S.A., una de las explicaciones es dada su estrategia de omnicanalidad, en el marketplace y alianzas estratégicas, la primera por

⁴ Ripley Corp S.A. (2021). *Estados Financieros consolidados correspondientes a los ejercicios terminados al 31 de diciembre de 2021 y 2020.*

incorporar a nuevos emprendedores y la segunda por generar vínculos con Corona, Sparta y Chilemat. Además en las tiendas físicas, se implementaron cajas de autoatención y se incluyó el método de pago Scan & Go. Cuenta con 45 tiendas y 11 centros comerciales a lo largo de Chile. El 76% de las tiendas son arrendadas y el 24% son propias de la compañía. También tiene una subsidiaria llamada Ripley Hong Kong Limited que se dedica a las importaciones y exportaciones del Grupo. En tanto respecto a las subsidiarias de Ripley Inversiones II S.A., por un lado está Inmobiliaria Exsa S.A. que se dedica a las inversiones en el sector inmobiliario, esta subsidiaria tiene el 50% de la propiedad de la Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. que se dedica a la explotación inmobiliaria y comparte la participación accionaria con Parque Arauco S.A. Por el otro lado, está la asociada con el 22,5% de participación en Nuevos Desarrollos S.A. que está en el sector inmobiliario. Se debe mencionar que posteriormente al 14 de agosto de 2019, el Grupo acordó vender el 100% de su participación en la subsidiaria Mall del Centro de Concepción S.A. (dueña de Mall del Centro de Concepción) a la asociada Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A, por lo que el Grupo actualmente en el segmento inmobiliario, cuenta con flujos provenientes de asociadas y no de operaciones directamente llevadas a cabo por sus subsidiarias en Chile (aun cuando mantenga la subsidiaria Inmobiliaria Exsa S.A., la cual no lleva a cabo la actividad inmobiliaria no residencial, si no la de inversiones).

Ripley Internacional S.A. con rut 99.560.960-6, le pertenece a Ripley Corp S.A. en un 99,95%, es una sociedad anónima cerrada en Perú con el mismo giro que Ripley Chile S.A., el Grupo invirtió un 7,87% en esta filial en el año 2021. Además la filial cuenta con otras subsidiarias como Ripley China Trading Co Ltd que se dedica al control de calidad y a las relaciones con los proveedores y exportaciones, mientras que Inversiones en Tiendas por Departamento Perú Limitada está en inversiones, al igual que las principales filiales. En cuanto a Inversiones Ripley Perú Limitada, tiene inversiones en corporaciones e inmuebles como giro y la subsidiaria posee tres centros comerciales y dos están a fines del proceso de desarrollo (proyectos Mall Aventura Iquitos y Mall Aventura San Juan de Lurigancho) a través de su subsidiaria Mall Aventura S.A., como también participa en el negocio de retail por medio de Tiendas por Departamento Ripley S.A.C., negocio reconocido en el país, que cuenta con 31 tiendas a lo largo del territorio peruano y el 84% de aquellas son arrendadas.

El Grupo es también reconocido por su negocio bancario, Banco Ripley que inició operaciones en el 2002 en Chile, así pues en 2003 hizo su primera emisión de bonos y cuenta con 21

sucursales, de las cuales el 81% son arrendadas. Es un banco enfocado en créditos de consumo y dado su tipo de negocio, está regulado por la Ley General de Bancos, a la vez tiene tres subsidiarias: CAR S.A. que se dedica a emitir tarjetas de crédito; Corredora de seguros Ripley Ltda que se dedica a ofrecer seguros generales y de vida; y Banripley Asesorías Financieras Ltda, con giro en asesorías financieras. Entre tanto, Banco Ripley Perú S.A, cuenta con 33 sucursales, del cual el 91% son arrendadas. Es necesario mencionar que en ambos países el negocio está siendo potenciado para construir una fuerte base digital orientada a las personas. Los esfuerzos están invertidos en un constante desarrollo de servicios financieros, que sean de fácil acceso a sus clientes, como créditos de consumo, tarjetas de crédito, depósitos a plazo, cuentas vistas, Chek (billetera virtual que se puede utilizar como medio de pago) y medios de pago contactless con una alianza con Google pay.

2.2. Descripción de la industria

Ripley al estar presente operacionalmente en tres segmentos de mercado: retail; banca; inmobiliario. Es preciso consultar las condiciones actuales de aquellas industrias en el caso de Chile, para poder considerar las variables fundamentales y/o económicas.

2.2.1. Estado actual

El sector del retail, en específico el de las tiendas por departamentos, es de gran importancia para el Grupo Ripley dado que el 84,61% de sus ingresos totales y el 64,34% de EBITDA total (a diciembre de 2021) provienen de aquel segmento. Tras un 2020 difícil para las ventas presenciales del retail debido a drásticas medidas sanitarias y cambios en la logística de transporte, no sólo en economías emergentes, si no a nivel global también. Tras aquel año, en el 2021 el rubro se recuperó, así se puede apreciar en la Figura 2, como en abril cuando Chile fue líder en el crecimiento acelerado de las ventas en el retail⁵. Esto se puede explicar por el mayor circulante en los hogares chilenos, dado los últimos retiros de los fondos de pensiones, la extensión de bonos y menores tasas de contagio de Covid-19, llevaron a que las personas

⁵ CCS. 2021. Se estabiliza el crecimiento del retail global, Chile sigue liderando, aunque se desacelera.

puedan gradualmente, asistir presencialmente a lugares que cumplieran las restricciones sanitarias oficiales por parte del gobierno, lo que incentivó el consumo. De acuerdo con la Cámara de Comercio de Santiago (CCS) en el Anexo 2, Perú (segundo país en el que tiene actividades Ripley) es el segundo mercado de retail con mayor crecimiento a nivel sudamericano durante los primeros trimestres del 2021, lo que se traduce en un mejor escenario en aquel periodo para las operaciones de Ripley en el retail.

En la Figura 2, se puede observar desde agosto hacia adelante una desaceleración de la tasa de crecimiento de las ventas del retail en Chile, esto tras la escasez de inventario dada la acelerada demanda y aumento de la tasa de inflación, lo que contribuye a un menor poder adquisitivo del público. Dado que para este sector es de bastante importancia las ventas realizadas en tiendas físicas, aún cuando las online, se busca seguir potenciando, las medidas de movilidad al ser menos restrictivas debido a una tasa decreciente de contagios en Chile, favoreció a que se desarrollen las ventas del comercio con cierta normalidad.

Figura 2. Crecimiento real de las ventas del comercio minorista en Chile y en el mundo.



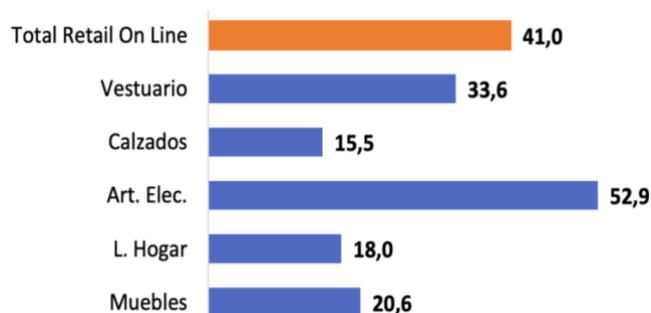
Fuente: CCS.

En el Anexo 3, se puede apreciar que según la CCS la actividad del comercio minorista se expandió un 28% anual⁶, las ventas de los bienes durables y no durables (parte de la oferta de Ripley) se recuperaron.

⁶ CCS, 2022. Ventas del retail cerraron el año 2021 con un crecimiento histórico de 28%.

Como Ripley se encuentra fortaleciendo sus ventas digitales, el escenario en el 2021 fue positivo en el sector de retail. En la Figura 4, se puede observar que de acuerdo con la Cámara Nacional de Comercio y Turismo (CNC) las ventas online crecieron un 41% anual en Chile, con el mayor crecimiento en el segundo trimestre dado las restricciones sanitarias. Sin embargo, hubo una posterior desaceleración del canal digital debido a la gradual apertura de tiendas físicas, lo que no significa que necesariamente volverán a los niveles pre pandemia, puesto que en diciembre del 2021 con apertura de tiendas físicas cercano a un escenario de normalidad, las ventas digitales crecieron un 25,5% respecto al mismo mes del periodo anterior, lo que significa que los niveles de ventas online siguen siendo más altos que antes de la pandemia. En la Figura 3 se pueden observar otros sectores, que están dentro de la oferta del negocio de retail de Ripley y todos tuvieron un positivo crecimiento (ventas online), respecto al 2020.

Figura 3. Índice de retail online por sectores (variación 2021-2020 %).



Fuente: Departamento de estudios CNC.

La banca debe ser constantemente analizada, debido a que el negocio bancario corresponde al 31,02% del EBITDA total y al 14,91% de los ingresos totales (a diciembre de 2021). Asimismo el sector es de importancia, dado el riesgo sistemático que guarda la interdependencia entre negocios bancarios con la misma economía del país. En Chile, el año 2021 finalizó con un incremento mensual de las colocaciones en un 4,14% respecto a diciembre del 2020 (de forma sucesiva)⁷, esto se explicó por la recuperación de las carteras de colocaciones respecto al 2020: comerciales en 3,23%; de consumo en un 0,62%; de viviendas en 7,08%. Asimismo el escenario se mostró positivo para el sector, ya que el índice de riesgo crediticio de los bancos se redujo respecto a diciembre del 2020. Por lo demás, para las carteras comerciales y de vivienda, el índice de morosidad de al menos 90 días fue reducido a 1,24%, respecto a diciembre del 2020.

⁷ CMF. (2022). *Comisión informa el desempeño de bancos y cooperativas supervisadas a diciembre de 2021.*

Lo que evidentemente demostraría un escenario un tanto favorable para las colocaciones de consumo, debido a que existe una mayor probabilidad de pago por parte de los deudores de consumo y a la vez genera que evalúen acceder a créditos con más frecuencia.

El sector inmobiliario aunque no sea el principal segmento de mercado para Ripley, no es menos importante el hecho de que 1,10% de los ingresos totales y el 7,46% del EBITDA total provenga de la actividad en este sector (a diciembre de 2021). Como las asociadas de Ripley tienen operaciones en centros comerciales específicamente, el confinamiento del 2020 trajo disyuntivas en visitas presenciales para los centros comerciales, sin embargo durante el 2021 se flexibilizaron las medidas de movilidad, lo que trajo nuevamente el público a las tiendas de venta al por menor. Adicionalmente el aumento de tasa de vacunación, hace que exista menor incertidumbre en los mercados y la economía en el caso de Chile creció en un 11,7%⁸, lo que puede dar paso a mejores visiones de proyectos en el sector.

2.2.2. Regulación y fiscalización

Como Ripley opera en dos países, sus filiales están sujetas a la regulación de cada país y son fiscalizadas de acuerdo al giro y a sus entidades correspondientes. El Grupo Ripley está regulado en Chile bajo la Ley de las Sociedades Anónimas, Mercado de Valores y por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) dado su negocio bancario. Adicionalmente, sus filiales son fiscalizadas por el Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC) y por la Dirección del Trabajo (DT). El sector de la banca impone a su subsidiaria operar bajo la Ley General de Bancos y es fiscalizada por la Comisión para el Mercado Financiero (ex Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras)⁹.

En Perú la subsidiaria bancaria es fiscalizada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú (SBS), y por la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú (SMV). Además las filiales son fiscalizadas por el Consejo Nacional de Trabajo y Promoción de Empleo (CNTPE), entre otros.

⁸ Nogales, D. 2022. La Tercera.

⁹ Ripley Corp S.A. (2021). *Estados financieros consolidados correspondientes a los ejercicios terminados al 31 de diciembre de 2021 y 2020.*

2.2.3. Empresas comparables

Dado que Ripley tiene operaciones en negocios no relacionados, en un principio las empresas comparables (que cotizan en el mercado bursátil) según sus segmentos individuales de mercado en Chile serían bastas. No obstante, para poder determinar de mejor manera a los comparables, se utilizaron valores estandarizados de empresas con giro en tiendas por departamentos, al ser el principal negocio de Ripley, y que mantengan actividad operacional por completo o parcialmente en Chile. En el Cuadro 4 se puede observar una comparación inicial, del porcentaje de los ingresos concentrados en el negocio de tienda por departamentos (retail) percibidos durante el 2021, de las empresas SACI Falabella (Falabella), Empresas Hites S.A. (Hites) y Cencosud S.A (Cencosud). El Cuadro 4, se obtuvo como resultado del producto entre los ingresos obtenidos por retail y la participación geográfica operacional en Chile. Del cual, se puede desprender que Hites y Ripley generaron más de la mitad de sus ingresos de retail en Chile.

Cuadro 4. Comparación de los ingresos de empresas, concentrados en el retail en Chile en 2021.

Nombre empresa	% sobre total ing.
Ripley	84,61%
Cencosud	6,10%
Falabella	21,10%
Hites	83,00%

Fuente: Elaboración propia en base a Thomson Reuters Eikon.

La comparación entre empresas se llevó a cabo en términos de múltiplos de ganancias y riesgo de mercado. Es necesario explicar respecto a los múltiplos, que el price to earnings ratio (precio sobre utilidad) es anual a 2021, el beta es el de mercado (estimado histórico) a 5 años, el dividendo es la tasa dividend yield y el valor empresa sobre el valor ebitda es el promedio de los últimos 5 años (EV/EBITDA), todos los ratios y tasas fueron estimados a fines de diciembre de 2021 por Thomson Reuters Eikon. En el Cuadro 5 se puede percibir las señales para descartar, en primera instancia a Hites como una comparable, debido a que su precio sobre utilidad (2,09 veces) se aleja de los 9,66 veces que está contenido el beneficio de Ripley por acción, por lo que Hites tendría menores expectativas de crecimiento para el mercado. Asimismo el mercado valora con mayor riesgo (beta) a Hites (2,31) que a Ripley (1,73), mientras que el retorno de los dividendos que entrega Hites (5,4%) se distancia por 1,8 puntos porcentuales del de Ripley

(3,6%). Lo que termina confirmando el descarte de Hites como una comparable, es que su ratio EV/EBITDA (6,93 veces), está muy por debajo del de Ripley (18,41 veces), siendo Hites una empresa con menor beneficio proveniente de sus actividades operacionales. En segunda instancia se puede observar que en términos del ratio precio sobre utilidad, Cencosud (8,56 veces) y Falabella (11,74 veces) se acercan más al de Ripley (9,66 veces), lo que significa que los inversionistas están dispuestos a pagar más por la acción de Ripley que de Cencosud, mientras que de Falabella, el mercado espera mayores beneficios futuros, en comparación con Ripley. Además si se observa el valor de empresa sobre ebitda (EV/EBITDA), Ripley habría realizado la mayor reinversión, siendo que el mercado está dispuesto a pagar por aquella empresa 18,41 veces. Asimismo el mercado espera que Cencosud (7,23 veces) obtenga mayores beneficios operacionales que Falabella (12,27 veces) y aún más que Ripley (18,41 veces), estas dos últimas compañías podrían presentar mayor nivel de endeudamiento, lo que se explicaría por el mayor riesgo que les asigna el mercado (1,73 y 1,45 respectivamente). Aunque en términos de dividendos, exista una variación tanto de Cencosud (6,3%) y Falabella (1,4%) respecto a Ripley (3,6%), es indicio de una menor retención de los flujos por parte de Cencosud y Ripley. Considerando todo lo anterior, Falabella demuestra ratios relativamente cercanos a los de Ripley, por lo que podría ser una compañía comparable.

Cuadro 5. Comparación de múltiplos y riesgo, de empresas con giro en el retail.

Nombre empresa	Precio/Utilidad	Beta	Dividendo	EV/EBITDA
Ripley	9,66x	1,73	3,6%	18,41x
Hites	2,09x	2,31	5,4%	6,93x
Falabella	11,74x	1,45	1,4%	12,27x
Cencosud	8,56x	1,05	6,3%	7,23x

Fuente: Thomson Reuters Eikon.

De la empresa determinada como comparable, es necesario mencionar que mantiene actividades operacionales en los segmentos: tiendas por departamentos a través de la marca Falabella; mejoramiento del hogar por medio de Home Center; supermercados de venta al por menor a través de la marca Tottus; banca a través de Banco Falabella; inmobiliaria. Con actividad en cinco países de América Latina. En el Cuadro 6 se puede apreciar un resumen del giro y riesgo de la compañía.

Cuadro 6. Antecedentes de Falabella S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	FALABELLA.SN FALABELLA.CE FALABELLCO.CN
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa Electrónica de Chile Bolsa de Valores de Colombia
Descripción de la empresa (profile)	SACI Falabella, es una empresa con sede en Chile que gestiona una plataforma de venta minorista online y offline. Las tiendas departamentales venden, bajo la marca Falabella, una gama de productos, incluyendo la venta al por menor de ropa, accesorios y productos para el hogar, electrónica, productos de belleza y otros.
Rubros y países donde opera	Mejoramiento del hogar, retail, supermercados, banca, inmobiliaria. En Chile, Perú, Colombia, Brasil y Argentina.
Clasificación de riesgo	BB+

Fuente: Thomson Reuters Eikon.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

Considerando las políticas de financiamiento de las inversiones que hace Ripley, se puede decir que se financian principalmente con flujo operacional y adquiriendo deuda de largo plazo en su mayoría. A continuación, se dará a conocer el performance en términos de deuda y valor de mercado del Grupo.

3.1. Deuda financiera

A modo de antecedente, el Cuadro 7 detalla los componentes de la deuda financiera a nivel consolidado al 31 de diciembre de 2021 (en miles de unidades de fomento, MUF), utilizando el valor de UF del último día de diciembre de los respectivos años. En la que se consideró la partida de arrendamiento financiero como parte de la deuda financiera, debido a que corresponde a contratos por arrendamiento con opción de compra (leasing financiero). En el 2019 con la aplicación de la NIIF 16 se hizo el cambio a la partida de pasivos por arrendamiento¹⁰. Las partidas corrientes relacionadas a los arriendos incrementaron exponencialmente en el 2019, esto se puede explicar por el estallido social acontecido en Chile, que afectaron a inmuebles, lo que probablemente incrementó las tasas de interés de arrendamiento, por el riesgo de daño a la propiedad.

¹⁰ Ripley Corp S.A. (2021). *Estados financieros consolidados correspondientes a los ejercicios terminados al 31 de diciembre de 2021 y 2020.*

Cuadro 7. Deuda Financiera consolidada de Ripley para los años 2019-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Total Corriente	28.338	29.260	35.090	37.760	31.532
Préstamos de entidades financieras	2.508	3.367	491	5.560	1.934
Obligaciones con el público	123	1.666	3.973	3.654	2.648
Arrendamiento financiero	327	256	-	-	-
Pasivos por arrendamiento	-	-	1.032	1.108	1.266
Pasivos de cobertura y derivados financieros	44	44	95	106	21
Pasivos depósitos y otras obligaciones a vista	277	625	1.120	3.588	4.196
Pasivos depósitos y otras captaciones a plazo	23.749	21.704	26.043	21.345	19.195
Instrumentos de deuda emitidos	980	1.122	1.380	1.514	1.164
Otras obligaciones financieras	330	476	956	885	1.107
Total No Corriente	23.521	21.243	29.614	25.762	22.706
Préstamos de Entidades Financieras	3.168	2.040	1.808	2.668	1.995
Obligaciones con el Público	14.686	12.985	12.218	10.140	9.631
Arrendamiento financiero	886	533	-	-	-
Pasivos por arrendamiento	-	-	8.196	7.898	7.994
Pasivos de cobertura y derivados financieros	17	97	143	198	74
Pasivos depósitos y otras obligaciones a vista	-	-	-	-	-
Pasivos depósitos y otras captaciones a plazo	1.558	2.720	3.519	1.710	1.107
Instrumentos de deuda emitidos	1.532	1.138	1.392	824	467
Otras obligaciones financieras	1.675	1.729	2.338	2.323	1.439
Total	51.859	50.503	64.705	63.522	54.238

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

Así mismo, se puede apreciar en el Cuadro 8 la deuda financiera clasificada según provenga de negocios bancarios o no bancarios desde 2017 a 2021. Es comprensible que los negocios bancarios mostraran una deuda financiera mayor, debido a que su giro demanda cumplir con ciertas normas bancarias y se financian de diferente forma a los negocios no bancarios. Por demás, la deuda financiera (total) tuvo una tendencia de incremento desde el 2019 hacia adelante, en el 2021 comenzó a disminuir en gran medida, tanto para los negocios no bancarios como para los bancarios. Respecto a la deuda financiera de los negocios no bancarios, tuvo dos años de incremento a partir del 2019, posiblemente se debe al crecimiento de los pasivos por arrendamiento (reconocimiento como pasivo financiero) y al aumento de bonos de corto plazo (se pueden apreciar las partidas en el Cuadro 7).

Cuadro 8. Deuda Financiera de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Deuda Financiera (2)	51.859	50.503	64.705	63.522	54.238
Negocios no bancarios	13.668	12.986	23.053	27.512	22.586
Negocios bancarios	38.191	37.518	41.652	36.010	31.652

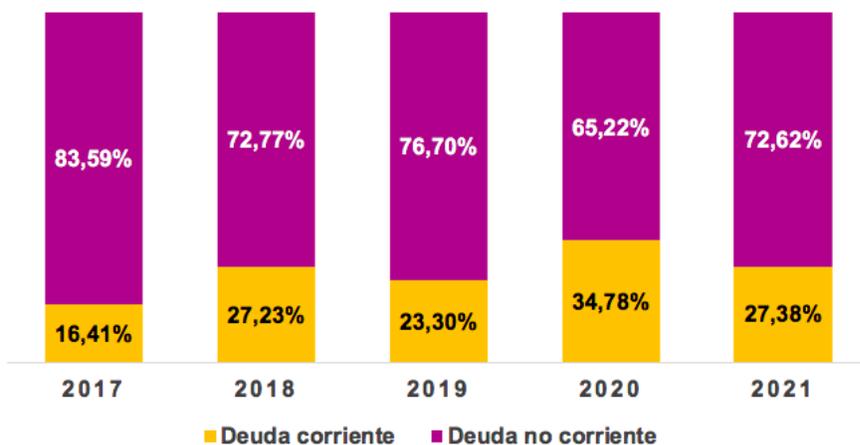
(2) Corresponde a la deuda financiera total a nivel consolidado.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En la Figura 4 se puede observar la ponderación histórica de la deuda financiera sin considerar los pasivos depósitos y las captaciones, dado que son del giro bancario y no serían representativos para Ripley en términos de financiamiento. Se permite discernir una tendencia al alza en la deuda de corto plazo (Deuda corriente) desde el 2018 (siendo el 16,41% del total de la deuda financiera) hacia adelante, con una disminución en el 2021 respecto al periodo anterior (finalizando en 27,38% de la deuda financiera total). Entre tanto, la deuda de largo plazo (Deuda no corriente) muestra una tendencia a la baja desde el 2018 hacia adelante. No obstante, la deuda financiera tuvo una mayor concentración en deuda de largo plazo históricamente, dado que en cada periodo la deuda no corriente fue más del 50% de la deuda financiera total .

Figura 4. Ponderación de la deuda financiera para los años 2017-2021.

(% sobre deuda financiera total)



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

3.2. Patrimonio económico

Inicialmente, se puede apreciar en el Cuadro 9 que se mantuvo constante el número de acciones en el periodo analizado. En tanto, el precio de la acción comenzó a caer desde el 2018 hacia adelante, lo que se traduce en una menor valorización por parte del mercado, en el cual los inversionistas tuvieron una visión a la baja del valor de la empresa Ripley. Lo ocurrido respecto al 2019 se puede explicar en parte por el estallido social en Chile y la pandemia en el 2020 que trajo consigo un confinamiento estricto durante aquel año, lo que detuvo las operaciones en las tiendas físicas, generando grandes efectos en los ingresos operacionales de sus tres negocios. Se debe mencionar que al igual que la deuda financiera, se utilizaron los valores de la Unidad de Fomento al último día de diciembre en los años correspondientes.

Cuadro 9. Patrimonio económico de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Número de acciones (en miles)	1.936.052	1.936.052	1.936.052	1.936.052	1.936.052
Precio acción	0,020	0,017	0,010	0,007	0,004
Precio acción en CLP	530	466	278	192	132
Total	38.300	32.755	19.035	12.783	8.263

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

3.3. Valor económico

En el Cuadro 10 se resume el valor económico de Ripley, en el cual como valor de la deuda financiera correspondiente a la deuda adquirida por los negocios no bancarios (del Cuadro 8), dado que en vista de que parte de la deuda financiera consolidada corresponde a las operaciones del banco y no a financiamiento. Del patrimonio económico (Total de Cuadro 9) se puede decir que Ripley presenta una tendencia a la disminución de su capacidad de generar flujos a partir del 2018, así lo ha valorado el mercado hasta 2021, debido a la tendencia de caída del precio de la acción.

Cuadro 10. Valor económico de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Valor deuda financiera (B)	13.668	12.986	23.053	27.512	22.586
Patrimonio económico (P)	38.300	32.755	19.035	12.783	8.263
Valor Económico (V)	51.968	45.741	42.088	40.295	30.848

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

3.4 Estructura de capital histórica y objetivo

En el Cuadro 11 se aprecia el desempeño del ratio deuda sobre patrimonio (B/P) promedio de los últimos cinco (E.C. Histórica Promedio 2017-2021) y dos años (E.C. Histórica Promedio 2020-2021), los cuales difieren debido a una mayor caída del patrimonio económico en los últimos dos años, respecto al 2017. Pero también debido a un importante incremento en la deuda financiera dentro de los últimos dos años, en tanto que tuvo una tendencia al alza en los primeros cuatro años, por lo que hay un efecto en el patrimonio económico como en la deuda financiera, aunque el efecto es aún mayor en el patrimonio económico, lo que explica un mayor nivel de endeudamiento en los últimos 2 años de análisis.

Respecto a la estructura de capital objetivo es necesario mencionar que no se buscó optimizar, más bien se consideró el promedio entre los periodos 2017 y 2019. Esto se explica debido a que los últimos dos años fueron periodos anómalos en las actividades operacionales, dado el contexto de salud mundial y a las actividades en las tiendas físicas, los flujos operacionales de Ripley se vieron afectados de forma negativa, lo que en consecuencia trajo consigo la caída del precio de la acción. En el Cuadro 11, se puede observar que en promedio, la estructura de capital objetivo (E.C. Objetivo Promedio 2017-2019) es menor al histórico (E.C. Histórica Promedio 2020-2021) en el nivel de endeudamiento (B/P), esto lo respalda la clasificadora de riesgo crediticio Humphreys, dada la visión de que Ripley podrá recuperar su capacidad de generación de flujos operacionales en el largo plazo, además desde una perspectiva optimista, las dificultades sanitarias deberían perder fuerza en el largo plazo, adicionalmente las industrias recuperarse.

Cuadro 11. Estructura de capital de Ripley Corp S.A.

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	E.C. Histórica Promedio 2017-2021	E.C Histórica Promedio 2020-2021	E.C. Objetivo Promedio 2017-2019
B/V	26,30%	28,39%	54,77%	68,28%	73,21%	50,19%	70,75%	36,49%
P/V	73,70%	71,61%	45,23%	31,72%	26,79%	49,81%	29,25%	63,51%
B/P	0,40	1,21	2,15	2,55	2,73	1,37	2,44	0,65

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

Para una valoración del Grupo Ripley, es necesario determinar la tasa con la cual se descontarán los flujos que generará la compañía, se utilizaron datos aplicados a Chile, debido a que la mayoría de sus actividades operacionales se concentran en aquel país, en términos de ingresos y EBITDA.

4.1. Costo de la deuda

Se consideró el Bono BRPLC-J (en UF) emitido por Ripley Corp S.A. de veinte años de maduración, siendo el penúltimo bono emitido por Ripley con clasificación de riesgo A+ por Humphreys Limitada (para más detalle consultar Anexo 4). Se debe explicar que se seleccionó este bono para determinar el costo de la deuda del Grupo, debido a que es el bono más recientemente emitido (que presenta información pública disponible de su yield) y por su larga madurez, dado a que se realizará la valoración con valor terminal. Se utilizó la yield (YTM), inicialmente promediando el bid YTM (5,60%) con el ask YTM (5,52%) a la fecha de 31 de diciembre de 2021, lo que resultó en una YTM de 5,56%, adicionalmente se obtuvo el promedio del bid yield (3,89%) con el ask yield (3,81%)¹¹ de 6 meses antes (a la fecha de 25 de junio de 2021), resultando una YTM de 3,85%. De ambos resultados, se utilizó el mínimo de aquellos. Por lo consiguiente, el costo de deuda (k_b) para Ripley es del 3,85%.

4.2. Beta de la deuda

Para obtener el riesgo del bonista, se consideró el costo de la deuda anteriormente explicado, al cual se le resta la tasa de libre riesgo del 2,56%. Esta última proviene de los bonos bullet emitidos por el Banco Central, al ser líquidos y estables (que se transen continuamente), para poder obtener el promedio diario de los últimos seis meses de la tasa de los bonos en UF a veinte años (BCU,BTU)¹² (dado que es cercano al horizonte del bono de Ripley seleccionado). Esa diferencia entre costo de la deuda y tasa de libre riesgo, se dividió por el premio por riesgo de mercado de

¹¹ Thomson Reuters Eikon. (2021). Los datos provienen de información pública en la plataforma.

¹² Banco central Chile. (2021). *Tasas de interés*. Se utilizaron los datos de bonos en UF a 20 años (BCU,BTU) desde el 30 de junio de 2021 al 30 de diciembre del mismo año, para obtener el promedio a modo de tasa libre de riesgo.

un 6,45% para Chile. Este último se obtuvo de un promedio de tres modelos: Erb, Harvey and Viskanta (EHV); Damodaran y Goldman Sachs. Lo que dió como resultado un 0,20 como beta de la deuda, utilizando la siguiente fórmula:

$$\beta_b = \frac{k_b - r_f}{[E(R_m) - r_f]}$$

$$\beta_b = \frac{3,85\% - 2,56\%}{6,45\%}$$

$$\beta_b = 0,20$$

4.3. Estimación del beta patrimonial

Se tomaron datos históricos de los precios con frecuencia semanal desde el 31 de diciembre de 2019 al 31 de diciembre de 2021 de la acción de Ripley y del IGPA, con el objetivo de obtener el beta de la acción o patrimonial. Luego de realizar a los retornos de aquellos precios, una regresión simple por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO):

$$R_{Ripley,t} = \alpha_{Ripley} + \beta_{Ripley} R_{IGPA,t} + \varepsilon_t$$

El coeficiente de la variable independiente (β_{Ripley} o β_{MCO}) resultante fue de 0,42 y el R^2 de 0,59, siendo ambos significativos. No obstante, es necesario consultar la variación con una data pre pandemia. Para esto, se usaron los precios desde diciembre de 2017 al mismo mes de 2019 (mismo procedimiento que el anteriormente mencionado), al obtener los retornos (como la variación del precio de la acción de una semana a la otra) pre pandemia y al realizar una regresión lineal por medio de MCO, el coeficiente de la variable independiente fue significativa (0,34), al igual que el R^2 (0,59). Ambos coeficientes de la variables independiente no presentan una gran diferencia tras realizarles el ajuste por bloomberg, por tanto para los cálculos del beta de la deuda se consideró la data post pandemia, como se puede observar en el Cuadro 12.

Cuadro 12. Datos de la estimación del beta.

	Dic-21
Beta de la acción (β_{MCO})	0,42
P-value	0,00
Nº observaciones	104
R^2	0,59
Presencia bursátil	100,00%

Fuente: Elaboración propia en base a Thomson Reuters Eikon y CMF.

Al aplicarle un ajuste por bloomberg, el beta patrimonial ($\beta_P^{c/d}$) es de 0,61, como se puede consultar a continuación:

$$\begin{aligned}\beta_{ajustado} &= 0,33 + 0,67 \cdot \beta_{MCO} \\ \beta_{ajustado} &= 0,33 + 0,67 \cdot 0,42 \\ \beta_{ajustado} &= 0,61\end{aligned}$$

4.4. Beta patrimonial sin deuda

Debido a que la estructura de capital de los últimos dos años no coincide con la estructura de capital objetivo, se debió desapalancar el beta patrimonial, por lo que se utilizó la siguiente fórmula, para obtener el beta patrimonial sin deuda:

$$\begin{aligned}\beta_P^{s/d} &= \frac{\beta_P^{c/d} + (1 - t_c) \left[\frac{B}{P} \right] \beta_b}{\left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right]} \\ \beta_P^{s/d} &= \frac{0,61 + (1 - 27,00\%) \cdot [2,44] \cdot 0,20}{\left[1 + (1 - 27,00\%) \cdot 2,44 \right]} \\ \beta_P^{s/d} &= 0,35\end{aligned}$$

Como tasa impositiva en Chile se usó el 27,00%¹³, ya que se mantuvo vigente por el periodo (dos años) que se usó para obtener el beta patrimonial estimado (0,61). También se utilizó el ratio deuda sobre patrimonio (B/P) de los últimos dos años (E.C. Histórica Promedio 2020-2021) del 2,44 del Cuadro 11 y el beta de la deuda anteriormente obtenido (0,20). Con los datos anteriores, se pudo utilizar la fórmula anteriormente mencionada, dando como resultado un beta patrimonial sin deuda de 0,35.

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

A continuación se vuelve a apalancar el beta patrimonial pero a través de la deuda sobre patrimonio de la estructura de capital objetivo (E.C. Objetivo Promedio 2017-2019) del Cuadro 11 de 0,65. Se usó el 27,00% como tasa impositiva de largo plazo, dado que se ha sostenido en los últimos años, como también se utilizó el beta de la deuda de 0,20 y el beta patrimonial sin deuda (0,35), para luego utilizar la siguiente fórmula:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - \beta_b (1 - t_c) \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,35 \cdot [1 + (1 - 27\%) \cdot 0,65] - 0,20 \cdot (1 - 27\%) \cdot 0,65$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,42$$

Lo que resulta en 0,42 el beta patrimonial con deuda, pero ahora con la estructura de capital objetivo. El cual refleja el riesgo de negocio (operacional, que es un promedio ponderado entre el riesgo asumido por los accionistas y los bonistas) de Ripley.

4.6. Costo patrimonial

Se prosiguió a emplear todo lo anteriormente obtenido, para aplicar el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), ya que en América Latina se usa, dado que son mercados pequeños y el CAPM permite testear el modelo de Fama y French (2015), al tener en cuenta el riesgo financiero y el operacional:

¹³ SII. (2021). *Tasas de primera categoría.*

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_p^{c/d}$$

$$k_p = 2,56\% + [6,45\%] \cdot 0,42$$

$$k_p = 5,26\%$$

De la fórmula anterior, se sabe que el mercado le ha exigido al patrimonio de Ripley un 5,26% de retorno.

4.7. Costo de capital

Finalmente, con el costo del patrimonio y los valores anteriormente conseguidos se puede emplear la siguiente fórmula:

$$k_0 = k_p \left[\frac{P}{V} \right] + k_b (1 - t_c) \left[\frac{B}{V} \right]$$

$$k_0 = 5,26\% \cdot [63,51\%] + 3,85\% \cdot (1 - 27,00\%) \cdot [36,49\%]$$

$$k_0 = 4,37\%$$

El Costo de Capital Promedio Ponderado o más conocido como WACC (k_0) sería del 4,37% para Ripley al 31 de diciembre de 2021. Esta sería la tasa de rentabilidad (de sus activos) que se le exige a la compañía (se la exigen los que aportan financiamiento a la empresa) o también llamado tasa de descuento asociado a los activos que tiene. Es decir, la tasa de descuento que se le va a exigir a Ripley por desarrollar actividad operacional y a la cual se descontarán los flujos de caja proyectados de la valoración.

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

Se hizo un estudio histórico de las operaciones de Ripley en el periodo de diciembre de 2017 al mismo mes de 2021. Es necesario aclarar que se incluyeron los ajustes por zona geográfica operacional (filiales) y por consolidación, estos comprenden activos, pasivos y saldos que mantuvo el negocio bancario con los negocios no bancarios (retail e inmobiliaria). También se hará referencia al crecimiento de los segmentos de industria en los que participa la compañía.

5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

En el Cuadro 13 se puede observar los ingresos operacionales de cada negocio por geografía. También se puede apreciar la partida de ajustes de consolidación, que corresponde a los resultados de oficinas centrales y saldos entre los negocios, los cuales fueron restados a los ingresos para obtener el total consolidado. Respecto al consolidado, es posible discernir que existe una tendencia a la baja de los ingresos (Total) desde 2017 a 2020, en un principio esta tendencia era un tanto mínima, ya que se redujeron gradualmente los ingresos de la principal actividad de Ripley en términos de ingresos (retail) en Chile, esto indirectamente dado que el desempleo sufría un alza y el PIB se redujo en el último trimestre del 2018¹⁴, lo que de alguna manera pudo haber contribuido al menor dinamismo de la demanda de consumo interna que arrastraba aquel año. Asimismo hubo una caída del 12,2% en el cuarto trimestre del 2019 respecto al mismo periodo del año anterior¹⁵, producto del cierre temporal de tiendas físicas por daños y horarios operacionales reducidos para resguardar la seguridad del personal, dado el estallido social que atravesó Chile, lo que a todas luces afectó los ingresos al cierre de aquel año, ya que el 82,2% de las ventas provinieron de las ocurridas en las tiendas físicas. Siguiendo respecto a los negocios, el retail en Perú se comportó un tanto variable hasta el 2019, Ripley informó que en el 2018 hubo una menor venta de productos como los electrónicos. En tanto, los periodos con más altos ingresos se pueden explicar por la expansión de la economía peruana en

¹⁴ CEPAL. (2018). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*.

¹⁵ Ripley Corp S.A. (2019). *Reporte de resultados Ripley Corp 4to trimestre 2019*.

los últimos años¹⁶. El 2019 fue un año positivo en las operaciones de este segmento en Perú a comparación de las de Chile. En este último país, la tendencia en el retail se hace aún más notoria en el 2020, lo cual era esperable dada la coyuntura pandémica afectando las importaciones y exportaciones, trayendo consigo cambios con la disponibilidad de mercancías y logística principalmente. Además las ventas de las tiendas físicas se vieron completamente afectadas ya que el confinamiento y cierre de tiendas comerciales, dejaron nulo este canal de venta en los primeros trimestres. Desde luego hubieron pérdidas en el corto plazo, sin embargo Ripley busco fortalecer el marketplace, con un alza histórica del canal de venta digital, para contrarrestar el efecto de las tiendas físicas en los ingresos. Motivo que salió a relucir el riesgo operacional que tiene Ripley al concentrar sus ingresos de retail en el canal de ventas físico, aun así fue el periodo con menores ingresos del periodo de estudio. Además, probablemente los ingresos pudieron haber aún más bajos, pero el retiro de los fondos de pensiones trajo indirectamente una mayor demanda del consumo interno. Situación similar en Perú, en el que hubo un cambio de la concentración del canal de venta, dado el protagonismo que comenzó a tomar el canal digital, no obstante el efecto del covid-19 fué más rápido y tuvo una mayor duración su pick (campaña de vacunación tardía), lo que generó retardar la disminución del aforo de las aperturas de tiendas físicas. Asimismo, a pesar del retiro de pensiones en el segundo trimestre, la demanda interna no aumentó lo suficiente, como ocurrió en Chile. En el 2021, la tendencia del retail en Chile se quiebra y toma una fuerte dirección al alza, esto se explica por la creciente demanda del consumo interno, junto con la disponibilidad de créditos de consumo, igualmente a la recuperación paulatina de puestos de trabajo y nuevos retiros de fondos de pensiones. En Perú el alza de los ingresos fue en menor medida en comparación de los ocurrido en Chile para el 2021.

Los ingresos del sector bancario tuvieron una tendencia creciente paulatina en Chile hasta el 2019, al siguiente periodo se produce un quiebre y desciende, mientras que en Perú varía de forma limitada, sin embargo en el 2020 comienzan a disminuir. Inicialmente lo ocurrido en Chile, se debía al crecimiento en las carteras de colocaciones, efecto que se replicó en el 2019 en las operaciones en Perú. Año en que cae la tasa máxima convencional en Chile, pero a pesar de esto hubo una variación positiva. En el 2020 se redujo la cartera de colocaciones y hubo una menor demanda de créditos en ambos países, el efecto es mayor en Chile ya que existió un mayor pago y menor tasa de devengo, en tanto adicionalmente lo ocurrido en Perú se explica por

¹⁶ INEI. (2020). Panorama de la economía peruana 1950-2019.

la actualización de la tasa de devengo de créditos reprogramados a tasa cero o menor a la original¹⁷. En el 2021 a pesar de que Ripley ha fortalecidos sus aplicaciones y procesos de transacciones bancarias, desde apertura de cuenta vista hasta las de tarjeta de crédito y débito, como integrando sucursales bancarias a las tiendas comerciales, los ingresos disminuyeron respecto al año anterior, principalmente en Perú, muestra de una disminución del volumen de la cartera de colocaciones.

El negocio inmobiliario en Chile se ve variable con un 2018 en el nivel más alto de los ingresos, esto se explica por el centro comercial en construcción que comenzó a operar aquel año de la asociada Nuevos Desarrollos S.A. y una mayor revalorización de las propiedades en arriendo, como Mall de Concepción¹⁸, no obstante se aprecia una tendencia a la baja de 2019 en adelante, ya que en el tercer trimestre del año 2019 el Grupo a través de la subsidiaria indirecta Mall del Centro de Concepción S.A. (era dueña de Mall del Centro de Concepción), vendió el 100% de su participación en la subsidiaria Mall del Centro de Concepción S.A. a la asociada Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. En el caso de Perú se aprecia una tendencia al alza desde el 2017 al 2019, respecto a esto en el 2018 aumentan los ingresos dado que existieron mejores tarifas de arriendo y mayor superficie arrendable tras la expansión del Mall Arequipa. Asimismo, en el 2019 comenzó a operar la ampliación del Mall de Santa Anita, por eso el incremento de los ingresos. La tendencia se interrumpe con la caída de los ingresos operacionales en el 2020, año que fue marcado por las restricciones de tránsito dentro y fuera del país¹⁹, lo que dejó centros comerciales sin operar temporalmente, como también pausados los proyectos inmobiliarios. En el 2021 se ve un aumento de los ingresos operacionales debido a que se inauguró un centro comercial en Chiclayo en noviembre del 2020.

¹⁷ Ripley Corp S.A. (2020). Reporte de resultados Ripley Corp 3er trimestre 2020.

¹⁸ Ripley Corp S.A. (2018). *Reporte de resultados Ripley Corp 4to trimestre 2018*.

¹⁹ BBC News Mundo. (2020). *Coronavirus: Perú decreta cuarentena general en el país y el cierre de fronteras durante 15 días ante la pandemia de covid-19*.

Cuadro 13. Ingresos históricos de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Chile	41.344	41.271	39.362	34.323	48.760
Retail	30.155	29.663	27.809	25.739	41.614
% sobre total	48,26%	47,47%	44,50%	41,19%	66,60%
Inmobiliario	284	293	174	13	13
% sobre total	0,45%	0,48%	0,29%	0,03%	0,02%
Bancario	11.030	11.418	11.530	8.649	7.256
% sobre total	17,65%	18,49%	18,90%	16,78%	10,91%
Perú	21.302	20.624	21.813	17.349	17.955
Retail	15.191	14.858	15.466	11.984	14.689
% sobre total	24,31%	24,06%	25,35%	23,25%	22,07%
Inmobiliario	652	685	712	637	721
% sobre total	1,04%	1,11%	1,17%	1,24%	1,08%
Bancario	5.497	5.118	5.684	4.746	2.668
% sobre total	8,80%	8,29%	9,32%	9,21%	4,01%
Ajustes de consolidación	(161)	(149)	(157)	(119)	(174)
Total	62.486	61.745	61.018	51.553	66.540

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 13, también se puede observar la concentración de los negocios en los ingresos consolidados (% sobre total). En el 2017 cerca de la mitad de los ingresos operacionales, provinieron del negocio de retail ubicado en Chile, seguido por el mismo negocio pero en Perú, sin embargo los ingresos de este último, fueron la mitad de los anteriormente mencionados (retail en Chile). Asimismo le siguen las operaciones bancarias en Chile y por muy detrás el mismo negocio bancario pero ubicado en Perú. También se puede apreciar que el sector inmobiliario es muy acotado en términos de aporte en ingresos en ambos países, aunque en Perú es más del doble, del que se produjo en Chile. Para los primeros tres años de estudio existen las mismas tendencias de relevancia sobre los ingresos totales, con pequeñas variaciones, excepto en el sector inmobiliario en Chile, el que se redujo en un poco menos de la mitad de los ingresos, respecto a los percibidos un año antes. En efecto este sector en Chile indica una tendencia a la baja hasta el 2021. En contraste a lo anterior, el negocio inmobiliario en Perú está tomando de forma gradual mayor relevancia sobre el consolidado.

En el 2020 el retail se fortaleció más en Chile, no obstante su importancia se redujo en Perú, entre tanto el negocio bancario contrajo su relevancia en ambos países, con un efecto mayor en Chile y el sector inmobiliario en Perú apenas creció su importancia. Luego en el 2021 el retail tomó mayor protagonismo en los ingresos operacionales de Ripley, las actividades en Chile superaron la mitad de los ingresos percibidos en aquel año, lo que en contraste disminuyó la importancia de los producidos en Perú, aun cuando habían aumentado en el Cuadro 13. Efecto reducido que se replica en el sector bancario e inmobiliario en ambos países. Se puede inferir que el sector inmobiliario en Chile es irrelevante en los ingresos operacionales y de baja significancia en Perú en un principio. En tanto el sector bancario ha ido perdiendo importancia sobre los ingresos de Ripley desde el 2019, esto debido a los menores ingresos percibidos y a la mayor concentración de los ingresos operacionales en el sector del retail, principalmente en las de Chile. Por lo consiguiente, el retail es fundamental para los ingresos de Ripley y en menor medida, pero importante, lo es la banca comercial. Respecto a las operaciones de acuerdo a la geografía, Chile es clave en los ingresos operacionales, es decir, todo lo que afecte a las operaciones en Chile se verá multiplicado el efecto en los ingresos del Grupo, no obstante existe influencia de Perú en el consolidado. Vale decir que los riesgos operacionales de Chile tendrán un efecto incrementador en los ingresos, ya sean positivos o negativos. En razón de lo cual, los riesgos operacionales se concentran en ambos países con un efecto que varía dependiendo del país y además se concentran en dos sectores.

5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Para seguir con el análisis operacional de Ripley, es necesario consultar los costos y gastos operacionales en que incurre el Grupo a través de sus filiales y asociadas, lo cuales son: costo de ventas; costo de distribución; gastos de administración y venta; otras ganancias (pérdidas); depreciación y amortización. Este último fue analizado por separado. En el Cuadro 14, se puede apreciar una tendencia contable a la baja (en términos absolutos) de los costos y gastos operativos (Total) desde el 2017 al 2020. No obstante, la variación es leve en los tres primeros años y se hace más evidente en el 2020, esto se puede explicar por un menor costo de distribución, gastos de administración, costo de venta y una reducción bastante notoria de la partida otras ganancias respecto al año anterior. Para el 2021 la tendencia se quiebra, ya que

aumentan fuertemente los costos y gastos operacionales (Total) dado el incremento en el costo de venta, costo de distribución y los gastos de administración.

En el Cuadro 14, también se puede observar la relevancia de cada elemento (*% sobre total*). A primera vista el costo de venta mantiene la mayor ponderación sobre los costos y operaciones durante todo el periodo de análisis. En tanto los costos de distribución que corresponden a los gastos en que incurren para distribuir los productos en diferentes zonas geográficas para ser ofertados, presentan una tendencia a la baja en su relevancia y siendo mínima respecto al resto, esto se explica dado que han incorporado a las tiendas físicas, pequeños centros de distribución, potenciando la modalidad de Ship from Store²⁰, de modo que puedan optimizar el enlace con los centros de distribución que poseen. Los gastos de administración y venta son variables, aunque se puede ver una tendencia a la baja en su relevancia desde el 2019 al 2021. Siendo otras ganancias de muy baja importancia, sin embargo en el 2019 sufre un fuerte incremento, esto se explica por valores atípicos en el sector inmobiliario en ambos países en que opera Ripley.

Cuadro 14. Costos y gastos operacionales de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Costo de venta	(39.509)	(38.682)	(39.520)	(35.805)	(44.256)
<i>% sobre total</i>	66,55%	65,78%	70,15%	67,63%	71,47%
Costos de distribución	(295)	(266)	(203)	(147)	(194)
<i>% sobre total</i>	0,50%	0,45%	0,34%	0,25%	0,33%
Gastos de administración	(19.891)	(20.033)	(20.045)	(17.300)	(17.768)
<i>% sobre total</i>	33,50%	33,74%	33,76%	29,14%	29,93%
Otras ganancias (pérdidas)	327	178	3.433	312	293
<i>% sobre total</i>	0,55%	0,30%	6,09%	0,59%	0,47%
Total	(59.368)	(58.803)	(56.335)	(52.941)	(61.926)

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 15 se puede observar los elementos del Cuadro 14 sobre el total de los ingresos operacionales consolidados. La relación es un tanto estable sin grandes variaciones desde el 2017 al 2019, en la cual a medida que disminuían los ingresos, disminuían los costos y gastos. No obstante surge en el 2020 un mayor costo de venta y menores gastos de otras ganancias, lo

²⁰ Ripley Corp S.A. (2021). *Memoria Anual Ripley Corp.*

que se traduce en un ascenso del total de costos y gastos operativos sobre ingresos operativos en aquel año, es decir, se podría esperar un resultado bruto negativo en aquel periodo. Luego para el 2021 la relación mencionada se acerca a los niveles que presentaba históricamente.

Cuadro 15. Relación de costos y gastos operativos sobre ingresos operacionales de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En % sobre ingresos	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Costo de venta	63,06%	62,51%	64,55%	69,33%	66,09%
Costos de distribución	0,47%	0,43%	0,33%	0,29%	0,29%
Gastos de administración	31,75%	32,37%	32,74%	33,50%	26,54%
Otras ganancias (pérdidas)	0,52%	0,29%	5,61%	0,60%	0,44%
Total costos	94,76%	95,02%	92,02%	102,50%	92,48%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

La primera partida del Cuadro 14, corresponde a los costos en que incurren para ofertar productos y/o servicios, los cuales se pueden apreciar en detalle por segmento y geografía en el Cuadro 16. A primera vista, el sector inmobiliario tiene nula presencia en esta partida, dado su giro. Entre tanto el sector del retail muestra una tendencia atenuada a la baja (en términos absolutos) en Chile desde el 2017 al 2020, con un incremento en el 2021 en ambos países, esto debido a las menores restricciones sanitarias y mayores ventas en las tiendas físicas. El sector en Perú se ve variable hasta el 2020. Respecto al segmento bancario en Chile se comportó estable en los dos primeros años de análisis, incrementándose en el 2019, para luego caer aceleradamente. Mientras que en Perú se comportó un tanto estable, con excepción del 2020, en el cual tuvo un importante aumento, que se puede deber a implementar las condiciones para cumplir con el reglamento sanitario.

En el Cuadro 16, es evidente la importancia de este tipo de costo en el segmento de retail en Chile, ya que contiene levemente más de la mitad de la participación del costo de venta total. Luego en términos de importancia le sigue el mismo segmento pero desarrollado en Perú. Le sigue de lejos el segmento bancario en Chile y por muy detrás, con una baja importancia sobre los costos de venta, está el segmento bancario en Perú. Variaciones notorias como las del 2021 respecto al año anterior, sufrieron segmentos como el retail y el bancario en Chile, como también el bancario en Perú. Se debe aclarar que no se consideró la relevancia del sector inmobiliario debido a que era nulo su costo de venta.

Cuadro 16. Composición de costo de venta de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Chile	(26.054)	(26.123)	(26.104)	(23.792)	(31.680)
Retail	(20.902)	(20.754)	(19.858)	(19.752)	(29.746)
% sobre total	52,90%	53,65%	50,25%	55,16%	67,21%
Inmobiliario	0	0	0	0	0
Bancario	(4.294)	(4.341)	(5.370)	(4.125)	(1.791)
% sobre total	10,87%	11,22%	13,59%	11,52%	4,05%
Perú	(13.607)	(12.708)	(13.569)	(12.133)	(12.750)
Retail Perú	(11.191)	(10.691)	(11.143)	(9.229)	(11.206)
% sobre total	28,32%	27,64%	28,20%	25,78%	25,32%
Inmobiliario Perú	0	0	0	0	0
Bancario Perú	(2.201)	(1.848)	(2.311)	(3.514)	(1.009)
% sobre total	5,57%	4,78%	5,85%	9,81%	2,28%
Ajustes de consolidación	151	148	154	120	174
Total	(39.509)	(38.682)	(39.520)	(35.805)	(44.256)

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 17, se puede observar la relación del costo de venta de un negocio sobre los ingresos atribuidos a ese negocio. Inicialmente se puede decir, que la relación del costo por venta del retail sobre sus ingresos operacionales del propio negocio, en el caso de Chile, plasma una tendencia de incremento desde el 2017 al 2020, esto dado que gran parte de las ventas provinieron de las tiendas físicas. En Perú la relación es variable, sin embargo en el 2020 se produjo un aumento de los costos de venta respecto a los ingresos en ambos países, lo que se explica por un aumento en fletes a domicilio y cambio de relevancia del canal físico al digital de las ventas. El segmento bancario en el 2019 y 2021 en el caso de Chile sufren cambios, en el caso Perú en el 2018 y 2020. Adicionalmente se puede decir, que la relevancia de los costos de venta totales en sobre ingresos operativos totales es alta en cada periodo, aun cuando es estable, existió un alza en el 2020.

Cuadro 17. Relevancia de costo por venta sobre ingresos operacionales de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En % costo venta sobre ingresos	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2017-2019
Retail Chile	69,31%	69,97%	71,41%	76,74%	71,48%	69,97%
Bancario Chile	38,93%	38,02%	46,58%	47,70%	24,68%	38,93%
Retail Perú	73,67%	71,95%	72,05%	77,01%	76,29%	72,05%
Bancario Perú	40,04%	36,11%	40,65%	74,05%	37,82%	40,04%
Total costo de venta	63,23%	62,65%	64,77%	69,45%	66,51%	

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

El tercer elemento del Cuadro 14, se compone por gastos en personal, en servicios de terceros, en arriendos, en marketing, en suministros, en comisiones, bienes raíces y varios. Se puede observar los valores totales de los gastos de administración y venta (GAV), junto con los costos de distribución de acuerdo a segmento de negocio y geografía en el Cuadro 18. Respecto al segmento no bancario, el retail en Chile se mantuvo estable con excepción del 2020 que presenta una leve caída (en términos absolutos), lo que era esperable dada las menores ventas. De igual modo en Perú existe una tendencia gradual a la baja. Entre tanto el segmento inmobiliario en Chile muestra una evidente tendencia gradual hasta el 2019, la cual cae abruptamente a partir del 2020. Mientras que en Perú los gastos de administración y venta se comportaron de forma variable hasta el 2019, ya que luego se produce una tendencia a la baja. Respecto al segmento bancario, en Chile existe una tendencia gradual a la baja hasta el 2019, la que varió aún más desde el 2020. En Perú estos gastos se comportan estables y sufren una baja en el último año. Por lo consiguiente los gastos (Total) fueron estables hasta el 2019 y atravesaron una caída los próximos años respecto a la estabilidad que se atribuían, dada la disminución en gasto en recursos humanos, servicios de terceros y gastos de arriendo, esto último por el cierre y paulatina apertura de tiendas físicas.

También en el Cuadro 18, se puede observar que el sector inmobiliario tiene muy baja ponderación (*% sobre total*) y el sector de retail tiene la mayor concentración. Entre tanto, la mitad de los gastos y costos provienen del segmento no bancario.

Cuadro 18. Gastos de administración y costo de distribución de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Chile	(13.365)	(13.784)	(13.455)	(11.350)	(12.660)
Retail	(8.645)	(8.826)	(8.685)	(7.289)	(8.764)
% sobre total	42,83%	43,48%	42,89%	41,78%	48,79%
Inmobiliario	(64)	(55)	(37)	0	0
% sobre total	0,32%	0,27%	0,18%	0,00%	0,00%
Bancario	(5.030)	(5.317)	(5.041)	(3.553)	(3.796)
% sobre total	24,92%	26,19%	24,90%	20,37%	21,14%
Perú	(6.661)	(6.375)	(6.626)	(5.925)	(5.110)
Retail	(4.192)	(3.945)	(3.944)	(3.641)	(3.217)
% sobre total	20,77%	19,43%	19,48%	20,87%	17,91%
Inmobiliario	(183)	(162)	(199)	(170)	(163)
% sobre total	0,91%	0,80%	0,98%	0,98%	0,91%
Bancario	(2.519)	(2.531)	(2.655)	(2.246)	(1.792)
% sobre total	12,48%	12,47%	13,11%	12,88%	9,98%
Ajustes de consolidación	(160)	(140)	(167)	(172)	(193)
Total	(20.185)	(20.299)	(20.248)	(17.447)	(17.962)

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 19, se puede observar respecto al segmento no bancario, que el retail mantuvo una importancia estable de los gastos y costos sobre los ingresos hasta el 2020. Sin embargo, en ambos países disminuyó la relación para el 2021. Es decir, disminuyó la importancia de los gastos y costos en los ingresos del retail, esto debido a que los ingresos variaron más de lo que lo hicieron los gastos. Para los ingresos del sector inmobiliario, la relación con los gastos de administración y costo de distribución fue estable. No obstante, en Chile fue nula desde el 2020 (debido a que los ingresos provienen de asociadas) y en Perú disminuyó en el último año. Los gastos de administración y de distribución del segmento bancario tienen la más alta relación con los ingresos operacionales, en ambos países hubo un incremento en el último año. Además, para los ingresos totales, la importancia del total del GAV y costo de distribución se mantuvo un tanto estable, con una mayor variación en el último año, debido a menores gastos y costos bancarios (Cuadro 18) e ínfima variación consolidada cuando hubo una importante variación de los ingresos consolidados. .

Cuadro 19. Relevancia de gastos de administración sobre ingresos operativos de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

% sobre ingresos	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2017-2019
Retail Chile	28,67%	29,75%	31,23%	28,32%	21,06%	29,75%
Inmobiliario Chile	22,46%	18,90%	21,31%	0,00%	0,00%	21,31%
Bancario Chile	45,60%	46,57%	43,72%	41,08%	52,32%	45,60%
Retail Perú	27,60%	26,55%	25,50%	30,38%	21,90%	26,55%
Inmobiliario Perú	28,11%	23,67%	27,96%	26,74%	22,58%	27,96%
Bancario Perú	45,82%	49,45%	46,71%	47,34%	67,17%	46,71%
Total GAV y Costo distri.	32,30%	32,88%	33,18%	33,84%	26,99%	

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 20, se puede observar la última partida del Cuadro 14. En el cual llama la atención el incremento del negocio inmobiliario en Perú en el 2019, debido a un efecto positivo en la revalorización (a valor razonable) de sus propiedades (de su filial con el 100% de participación) existentes y a la ampliación del Mall Santa Anita. En cuanto a las operaciones en Chile, el mismo negocio inmobiliario (a través de sus asociadas) tuvo una mayor revalorización de las propiedades y la utilidad neta de la venta de su subsidiaria Mall del Centro Concepción S.A.

Cuadro 20. Composición de otras ganancias (pérdidas) de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Chile	118	181	2.466	210	197
Retail	48	51	(165)	2	2
% sobre total	14,58%	28,50%	-4,79%	0,54%	0,54%
Inmobiliario	70	142	2.652	259	243
% sobre total	21,56%	79,80%	77,23%	82,89%	82,89%
Bancario Chile	13	(7)	(22)	(54)	(51)
% sobre total	3,95%	-4,09%	-0,65%	-17,41%	-17,41%
Perú	262	5	970	87	82
Retail Perú	34	(28)	(41)	(14)	(13)
% sobre total	10,38%	-15,76%	-1,19%	-4,37%	-4,37%
Inmobiliario Perú	234	32	1.042	115	108
% sobre total	71,76%	17,73%	30,36%	36,83%	36,83%
Bancario Perú	(6)	(3)	(32)	(14)	(13)
% sobre total	-1,99%	-1,45%	-0,93%	-4,48%	-4,37%
Ajustes de consolidación	(54)	(8)	(2)	16	15
Total	327	178	3.433	312	293

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

Es necesario explicar que los gastos del Cuadro 21 comprenden: edificios; enseres y accesorios; equipos de redes y comunicación; equipos informáticos; maquinarias; mejoras en derechos de arrendamientos; otros propiedad, planta y equipos (equipos de seguridad, instalaciones, muebles). En el Cuadro 21, se puede apreciar que la depreciación y amortización (Total) tuvo una tendencia al alza del 2017 al 2019 y posteriormente se quiebra, al ir a la baja. Lo anterior se explica por la disminución de la depreciación y amortización del segmento bancario en ambos países en los últimos años. Respecto al segmento no bancario, en el retail existió un alza desde el 2019 y en el sector inmobiliario hubo una disminución desde el 2019 en Chile y un aumento en Perú. En el 2019 se puede apreciar un incremento (Total) debido a que entraron en operación edificios, mejoras de derecho de arrendamiento y maquinarias, que estaban anteriormente en proceso de construcción y/o habilitación. Igualmente se puede observar la alta importancia del sector de retail para el total de la depreciación y amortización, mientras que el sector inmobiliario es de mínima. El retail en Chile creció levemente en el último año y se redujo en Perú. El segmento bancario se ha mantenido sin grandes variaciones en los dos últimos años.

Cuadro 21. Composición de depreciación y amortización de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Chile (1)	859	876	1.550	1.471	1.422
Retail	554	530	1.113	1.089	1.103
<i>% sobre total</i>	37,63%	35,01%	47,35%	47,04%	52,36%
Inmobiliario	2	2	1	0	0
<i>% sobre total</i>	0,15%	0,11%	0,04%	0,00%	0,00%
Bancario	227	261	367	324	285
<i>% sobre total</i>	15,41%	17,21%	15,63%	13,98%	13,51%
Perú (1)	613	639	800	845	685
Retail	442	437	584	607	507
<i>% sobre total</i>	30,01%	28,85%	24,84%	26,22%	24,05%
Inmobiliario	3	4	5	6	4
<i>% sobre total</i>	0,24%	0,24%	0,20%	0,26%	0,18%
Bancario	149	180	199	196	175
<i>% sobre total</i>	10,11%	11,90%	8,45%	8,48%	8,31%
Ajustes de consolidación	0	0	0	0	0
Total	1.472	1.514	2.350	2.316	2.107

(1) Incluye ajustes de oficinas centrales.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 22, se puede observar que el segmento bancario tuvo la mayor importancia sobre los ingresos del propio segmento, junto con el negocio del retail. Aunque estos gastos fueron de mínima importancia sobre los ingresos del negocio inmobiliario. No se aprecian grandes variaciones, pero sí tendencias, como la que presenta el negocio bancario y de retail.

Cuadro 22. Relevancia de depreciación y amortización sobre ingresos operacionales de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

% sobre ingresos	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2017-2019
Retail Chile	1,84%	1,79%	4,00%	4,23%	2,65%	4,00%
Inmobiliario Chile	0,75%	0,58%	0,52%	0,00%	0,00%	0,58%
Bancario Chile	2,06%	2,28%	3,18%	3,74%	3,92%	3,74%
Retail Perú	2,91%	2,94%	3,77%	5,07%	3,45%	3,77%
Inmobiliario Perú	0,53%	0,53%	0,67%	0,96%	0,53%	0,67%
Bancario Perú	2,71%	3,52%	3,50%	4,14%	6,56%	4,14%
Total dep. y amor.	2,35%	2,45%	3,84%	4,48%	3,15%	

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

Observando los costos y gastos operacionales, es evidente que existe una relación estrecha con los ingresos operacionales. Esta relación varía y se muestra como tendencia o estable, dependiendo del negocio. Por lo que es posible entablar aproximaciones futuras utilizando este tipo de relación.

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Prosiguiendo con un análisis histórico de Ripley, en el Cuadro 23 se pueden apreciar las partidas que componen los resultados no operacionales del Grupo, por negocio y geografía operacional. Es necesario explicar, que la partida participación en asociadas corresponde a las utilidades (ganancias o pérdidas) de las asociadas de Ripley. En tanto, diferencias de cambio corresponde a las ganancias (pérdidas) de las diferencias de cambio por conversión y resultado por unidades de reajuste, proviene de la utilización del índice de reajustabilidad (IPC-UTM y UF). Todas las partidas son de carácter permanente a nivel consolidado.

En el Cuadro 23, es evidente que existió una tendencia a la caída de los resultados no operacionales (Total) desde el 2017 al 2020. No obstante, la tendencia cambia de dirección en el 2021, cuando existió una recuperación. Lo anterior, se explica por un aumento en los ingresos financieros, participación en asociadas y en diferencias de cambio, y una disminución de los costos financieros (en términos absolutos) del segmento no bancario. Además, el segmento bancario no presentó flujos sobre los resultados no operacionales. En el caso de la partida

resultado por unidades de reajuste, el retail en Perú no tuvo aporte alguno, mientras que el mismo negocio en Chile fue variable con un alza en el 2020 y una caída al siguiente año. Asimismo, el negocio inmobiliario (el conjunto de actividades en Chile y Perú) se incrementó en el 2019, luego se mantuvo constante. En el 2021 existió una recuperación del total por las utilidades de las asociadas.

Cuadro 23. Composición del resultado no operacional de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF		Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Ingresos Financieros	Retail	108	87	71	46	65
	Inmobiliario	2	2	4	2	4
	Bancario	0	0	0	0	0
	Ajustes	26	10	12	1	(6)
Costos financieros	Retail	(167)	(136)	(744)	(784)	(733)
	Inmobiliario	(165)	(119)	(171)	(303)	(333)
	Bancario	0	0	0	0	0
	Ajustes	(501)	(517)	(392)	(349)	(315)
Participación en asociadas	Inmobiliario	1.367	1.007	1.000	(595)	226
	Ajustes	29	1	0	0	0
Diferencias de cambio	Retail	(24)	(40)	39	(169)	21
	Inmobiliario	1	2	23	(121)	(117)
	Bancario	0	0	0	0	0
	Ajustes	(9)	2	148	29	23
Resultado por unidades de reajuste	Retail	12	16	21	27	3
	Inmobiliario	(22)	(23)	7	0	0
	Bancario	0	0	0	0	0
	Ajustes	(32)	27	(7)	9	(161)
Total		623	317	12	(2.205)	(1.324)

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 24, se puede apreciar que la importancia de los resultados no operacionales (total) sobre los ingresos operacionales (total) se redujo hasta el 2020, posteriormente se recuperó con una subida. Es llamativa la relevancia de la participación en asociadas del sector inmobiliario en sus ingresos en el 2017, debido al efecto positivo en las utilidades de las asociadas. Respecto al

retail, ha ido a la baja la importancia de sus ingresos financieros sobre sus ingresos operacionales en ambos países, durante el periodo de análisis. Mientras que los costos financieros para el mismo negocio han sido un tanto estables en Chile y variado en el 2020 en Perú. Las diferencias de cambio han sido estables para el retail, con una tenue variación en el 2020 en Perú, lo que se comprende por el efecto en su moneda. Respecto al sector inmobiliario, las partidas: costos financieros; diferencias de cambio; resultado por unidades de reajustes, presentaron altos niveles de importancia sobre los ingresos del mismo sector. Por lo consiguiente, las variaciones de las partidas anteriores al 2020, explican la mayor variación de los resultados no operacionales (total) de aquel periodo.

Cuadro 24. Relevancia del resultado no operacional sobre ingresos operacionales de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En % sobre los ingresos		Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2017-2019
Ingresos Financieros	Retail Chile	0,24%	0,20%	0,16%	0,12%	0,12%	0,20%
	Inmobiliario	0,21%	0,20%	0,50%	0,27%	0,53%	0,30%
Costos financieros	Retail Chile	-0,37%	-0,31%	-1,72%	-2,08%	-1,30%	-0,80%
	Inmobiliario	-17,63%	-12,19%	-19,32%	-46,55%	-45,45%	-19,32%
Diferencias de cambio	Retail Chile	-0,05%	-0,09%	0,09%	-0,45%	0,04%	-0,02%
	Inmobiliario	0,06%	0,17%	2,59%	-18,63%	-15,99%	0,94%
Participación en asociadas	Inmobiliario	145,94%	102,94%	112,78%	-91,46%	30,75%	-
Resultado por unidades de reajuste	Retail Chile	0,03%	0,04%	0,05%	0,07%	0,01%	0,04%
	Inmobiliario	-2,31%	-2,36%	0,81%	0,00%	0,00%	-1,29%
Total resultado no operacional		1,00%	0,51%	0,02%	-4,28%	-1,99%	

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

5.4. Análisis de márgenes de la empresa

Tras construir el estado de resultados del Anexo 6, se pudo determinar los diversos márgenes históricos de Ripley. Es necesario explicar que el impuesto a las ganancias del 2017 fue un 25,5% y posteriormente se mantuvo en 27% constante.

En el Cuadro 25, se puede observar la utilidad o resultado bruto de las actividades de Ripley por tipo de negocio y geografía operacional, como también a nivel consolidado (total). Es evidente

que desde el 2017 existieron tenues variaciones (total), sin embargo en el 2020 hubo una caída importante de su actividad ordinaria, la cual en el 2021 se acercó niveles históricos anteriores, es decir que existió una importante recuperación de sus actividades. Esto último se puede explicar por el incremento de explotación de los negocios no bancarios, en específico en el negocio de retail en ambos países, no obstante es destacable que el efecto prácticamente se duplicó respecto al 2020 en Chile. Los negocios bancarios tuvieron resultados mayores en los países de operación en el último año y una notable caída en el 2020. Por lo consiguiente, la caída del resultado bruto (total) no fue sorpresa en el 2020, ya que cayeron fuertemente los ingresos de las actividades ordinarias, aun cuando los costos de venta se redujeron (en términos absolutos). Los negocios no bancarios fueron más afectados que el bancario, el negocio del retail fue fuertemente impactado, el resultado bruto en Perú se redujo cerca de la mitad, respecto al 2019. En tanto el negocio inmobiliario en Chile cayó evidentemente, lo que se comprende por el cierre de tiendas, cuando Ripley percibe ingresos por propiedades que arrienda de sus asociadas.

Cuadro 25. Composición de Resultado bruto de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Chile (1)	15.291	15.148	13.257	10.531	17.087
% sobre total	66,52%	65,68%	61,67%	66,87%	76,65%
Retail	9.253	8.909	7.951	5.987	11.425
% sobre total	40,26%	38,63%	36,98%	38,02%	51,25%
Inmobiliario	284	293	174	13	13
% sobre total	1,24%	1,27%	0,81%	0,08%	0,06%
Bancario	6.736	7.077	6.159	4.523	5.642
% sobre total	29,30%	30,68%	28,65%	28,72%	25,31%
Perú (1)	7.695	7.916	8.244	5.216	5.205
% sobre total	33,48%	34,32%	38,35%	33,12%	23,35%
Retail	4.000	4.168	4.323	2.755	3.483
% sobre total	17,40%	18,07%	20,11%	17,49%	15,62%
Inmobiliario	652	685	712	637	721
% sobre total	2,84%	2,97%	3,31%	4,04%	3,23%
Bancario	3.296	3.270	3.373	1.232	1.659
% sobre total	14,34%	14,18%	15,69%	7,82%	7,44%
Ajustes consolidado	1	(1)	(3)	1	0
Total (1)	22.987	23.063	21.499	15.748	22.292

(1) Contiene los ajustes de oficinas centrales de los negocios.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 26, se puede observar respecto a los negocios no bancarios, que existió una tenue tendencia a la baja desde el 2017 a 2019 del margen bruto, no obstante para el retail, el margen bruto incrementó en el último año en ambos países y tuvo su mayor caída en ambos países en el 2020, pero la recuperación del margen bruto en Perú fue menor que en Chile. Esto debido a que en el 2021 no operaron el 100% de las tiendas físicas durante el año, por la apertura gradual, como ocurrió en el segundo trimestre cuando operó en promedio el 83% de las tiendas físicas en Perú y en Chile el 31%²¹. La caída del 2020 del margen bruto del retail, se explica por el cambio de canal de ventas que pasó de una mayor participación en tiendas físicas a una mayor participación en ventas digitales y un mayor costo de venta por los despachos a domicilio. El negocio inmobiliario ha mantenido constante su margen bruto en ambos países, ya que no tiene costo de venta.

²¹ Ripley Corp S.A. (2021). Reporte de resultados Ripley Corp segundo trimestre 2021.

Respecto a los negocios bancarios, es la actividad con más altos márgenes brutos, siendo el más rentable en términos de beneficios directos. A nivel consolidado la mayor variación se dió en los últimos dos años, dado el menor aporte en margen bruto en el 2020, luego se dió una recuperación del margen bruto, marcado por un mayor margen bruto en los negocios bancarios, principalmente por las actividades desarrolladas en Chile. Es decir, los negocios de retail y de banca tienen amplia influencia en el margen bruto de Ripley.

Cuadro 26. Margen bruto de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En % sobre los ingresos	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Negocios no bancarios:	27,99%	27,99%	27,22%	23,46%	27,05%
Retail Chile	30,69%	30,03%	28,59%	23,26%	27,45%
Inmobiliario Chile	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Retail Perú	26,33%	28,05%	27,95%	22,99%	23,71%
Inmobiliario Perú	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Negocios bancarios:	62,47%	64,08%	56,82%	51,56%	73,40%
Bancario Chile	61,07%	61,98%	53,42%	52,30%	77,75%
Bancario Perú	59,96%	63,89%	59,35%	25,95%	62,18%
Margen bruto consolidado	36,79%	37,35%	35,23%	30,55%	33,50%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 27, se puede apreciar una variabilidad importante en el total desde el 2019 hacia adelante. En el 2019 el resultado operacional o EBIT (total) se incrementó considerablemente respecto al año anterior, esto se debe al incremento de los negocios no bancario, en el negocio del retail en Perú y el negocio inmobiliario, debido al aumento de otras ganancias (pérdidas) en el Cuadro 20, a través de la utilidad neta de la venta del 100% de la propiedad que tenía Ripley sobre la subsidiaria Mall del Centro de Concepción S.A. a la asociada Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. y a la alta ganancia por ajuste del valor razonable. No obstante, hubo una caída del resultado operacional del retail en Chile, debido a bajos niveles de ingresos, absorbidos por completo por los costos y gastos operacionales. Para el 2021 hubo otra variación positiva mucho mayor a la del 2020, dado que se incrementó el resultado operacional del negocio de retail en ambos países, como también del negocio bancario en Chile.

Respecto al margen operacional (*% margen operativo*), se comporta parecido al resultado operacional con variaciones muy positivas en el 2019 y 2021. En el último año se fortaleció con creces la incidencia del resultado operacional sobre los ingresos operacionales de Ripley, con una importante contribución de los negocios de retail y bancario en Chile (*% sobre ing.*). Como también el gran aporte del margen operacional (*% sobre ing.*) del negocio inmobiliario y la recuperación del retail en Perú. Es decir, el margen bruto y otras ganancias fueron mayores a los costos y gastos operacionales, en el último periodo.

Cuadro 27. Composición del resultado operacional y margen operacional de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2017-2019
Negocios no bancarios (2)	1.656	1.153	2.175	(1.491)	3.555	
% sobre total	52,95%	39,18%	46,44%	107,40%	76,91%	
Retail Chile	657	134	(899)	(1.301)	2.663	
% sobre total	20,99%	4,55%	-19,19%	93,69%	57,62%	4,55%
% sobre ing.	2,18%	0,45%	-3,23%	-5,05%	6,40%	
Inmobiliario Chile	455	270	1.180	128	0	
% sobre total	14,54%	9,16%	25,19%	-9,22%	-0,01%	14,54%
% sobre ing.	159,99%	91,88%	676,25%	976,25%	-3,75%	
Retail Perú	(159)	195	338	(900)	347	
% sobre total	-5,08%	6,62%	7,22%	64,83%	7,52%	6,62%
% sobre ing.	-1,05%	1,31%	2,19%	-7,51%	2,36%	
Inmobiliario Perú	703	554	1.556	582	545	
% sobre total	22,49%	18,84%	33,22%	-41,89%	11,79%	22,49%
% sobre ing.	107,83%	80,95%	218,39%	91,30%	75,60%	
Negocios bancarios (2)	2.490	2.489	1.782	(113)	1.648	
% sobre total	79,61%	84,59%	38,05%	8,13%	35,67%	
Bancario Chile	1.719	1.752	1.096	916	1.794	
% sobre total	54,96%	59,56%	23,40%	-65,98%	38,83%	54,96%
% sobre ing.	15,58%	15,35%	9,50%	10,59%	24,73%	
Bancario Perú	771	736	686	(1.029)	(146)	
% sobre total	24,65%	25,03%	14,65%	74,11%	-3,16%	24,65%
% sobre ing.	14,03%	14,39%	12,07%	-21,68%	-5,47%	
Ajustes	(1.018)	(699)	726	216	(582)	
Total (1)	3.127	2.942	4.683	(1.388)	4.622	
% margen operativo	5,01%	4,76%	7,68%	-2,69%	6,95%	

(1) Incluye ajustes de oficinas centrales de negocios y los consolidados.

(2) No incluye los ajustes de oficinas centrales de los negocios, estos se encuentran contenidos en Ajustes.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

En el Cuadro 28, sin incluir partidas tributarias se puede apreciar que Ripley ha sido rentable en los últimos cinco años, el EBITDA total se incrementó en el 2019, debido a que tanto el resultado operacional como la depreciación y amortización se incrementaron en aquel año. Como también en el 2021 debido al alza del resultado operacional de los negocios de retail y bancario. En el

Cuadro 28 se puede observar que los negocios no bancarios en el 2020 tuvieron una bajísima capacidad productiva, marcado por el efecto en los ingresos operacionales de aquel periodo. Asimismo, se puede observar la más baja incidencia del EBITDA sobre los ingresos operacionales (*% EBITDA sobre ing.*), dado el resultado operacional negativo de aquel periodo. Al siguiente año, la importancia del EBITDA sobre los ingresos operacionales (*% EBITDA sobre ing.*) se incrementó fuertemente, principalmente debido a la recuperación del resultado operacional consolidado.

Por demás, si se observa la mediana entre el 2017 a 2019 (mediana 2017-2019), se puede decir que los negocios bancarios son los que entregan mayores beneficios operacionales al Grupo de forma histórica, siendo el negocio bancario en Chile, el negocio que aporta mayores beneficios al consolidado. Respecto a los negocios no bancarios, el negocio de retail sería un buen negocio aportante, no obstante es comprensible que su margen no fuera el más alto entre sus negocios por los costos y gastos operacionales, mientras que una parte importante del financiamiento de las compras de retail que hacen los consumidores, serían fuente de los ingresos de los negocios bancarios.

Cuadro 28. Composición de EBITDA de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2017-2019
Negocios no						
bancarios (*)	2.657	2.125	3.877	212	5.168	
% sobre total	57,77%	47,68%	55,12%	22,83%	76,81%	55,12%
Retail Chile	1.211	664	214	(211)	3.766	
% sobre total	26,32%	14,90%	3,04%	-22,76%	55,97%	14,90%
Inmobiliario Chile	457	271	1.181	128	0	
% sobre total	9,93%	6,09%	16,79%	13,80%	-0,01%	9,93%
Retail Perú	283	632	922	(293)	854	
% sobre total	6,15%	14,18%	13,11%	-31,57%	12,69%	13,11%
Inmobiliario Perú	707	558	1.560	588	549	
% sobre total	15,36%	12,52%	22,19%	63,35%	8,16%	
Negocios						
bancarios (*)	2.866	3.110	2.547	604	2.283	
% sobre total	62,30%	69,78%	36,21%	65,09%	33,93%	62,30%
Bancario Chile	1.946	2.193	1.662	1.436	2.254	
% sobre total	42,30%	49,21%	23,63%	154,82%	33,50%	42,30%
Bancario Perú	920	917	885	(832)	29	
% sobre total	20,00%	20,57%	12,58%	-89,73%	0,43%	20,00%
Ajustes						
consolidado	(923)	(779)	610	112	(723)	
Total (3)	4.600	4.456	7.033	928	6.729	
% EBITDA sobre						
ing.	7,36%	7,22%	11,53%	1,80%	10,11%	7,36%

(3) EBITDA corresponde a resultado operacional más depreciaciones y amortizaciones.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

Se puede observar en el Cuadro 29, que la utilidad neta tuvo principalmente dos variaciones importantes, la primera es el incrementó en el 2019 debido al aumento en el resultado operacional en aquel periodo. La segunda variación ocurrió al siguiente año, ya que tanto el resultado operacional como el no operacional fueron negativos, lo que generó una utilidad neta negativa, es decir Ripley percibió pérdidas en el 2020, se puede inferir que los costos y gastos operacionales junto con los gastos no operacionales sobrepasaron los ingresos operacionales y no operacionales, que a la vez fueron menores al periodo anterior. Asimismo, el margen neto en

el periodo mencionado anteriormente fue negativo, dada la caída de los ingresos operacionales. Al siguiente año se recuperó Ripley con ganancias dentro de las que había tenido históricamente. El margen neto también volvió al nivel histórico, dada la tendencia creciente del margen neto que demostraba Ripley desde el 2017.

Cuadro 29. Utilidad y margen netos de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Utilidad neta	2.794	2.379	3.427	-2.623	2.408
% margen neto	4,47%	3,85%	5,62%	-5,09%	3,62%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

5.5. Análisis de los activos de la empresa

Se realizó una subdivisión de las categorías de los activos de Ripley, con el objetivo de comprender que parte de los activos corresponden a la operación de la compañía.

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

Se puede apreciar en el Cuadro 30, los activos de corto plazo, subdivididos en actividades operacionales y no operacionales en detalle. Por un lado, las partidas que formarían parte de las actividades no operacionales son: efectivo y equivalente al efectivo; otros activos financieros; activos por impuestos diferidos. De la primera partida de las mencionadas anteriormente, el efectivo corresponde al efectivo en caja y en bancos, los cuales no tienen restricción de disponibilidad, en tanto el equivalente al efectivo concierne a depósitos a plazo y fondos mutuos que mantendrían los negocios no bancarios, siendo producto de parte del excedente del efectivo en caja, por lo que se consideraron no operacionales. La segunda partida se compone por contratos de derivados financieros, instrumentos de coberturas, depósitos a plazo e inversiones en bonos bancarios, siendo inversiones en instrumentos de deuda, por lo cual no compete a las operaciones de Ripley, para los negocios no bancarios. Respecto a la tercera partida mencionada, pertenece a impuestos por recuperar por concepto de gasto de impuesto a la renta de primera categoría, pagos provisionales, por absorción de pérdidas tributarias, lo que no corresponde a las actividades operacionales del Grupo. Por otro lado, del Cuadro 30 las partidas

que le incumben a las actividades operacionales son: otros activos no financieros; cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar; cuentas por cobrar a entidades relacionadas; inventarios. La partida inicial de las mencionadas anteriormente dispone de bonos anticipados al personal, gastos diferidos por licencias, publicidad por realizar, garantías de arriendo y operaciones pendientes, como se utilizan en las actividades de los negocios no bancarios, se consideran operacionales. La segunda partida mencionada, se constituye por cuentas por cobrar por operaciones de tarjeta de crédito, colocaciones (de consumo, vivienda, comerciales), deudores varios, pagos anticipados, alquiler de propiedades y otros, las cuales provienen de las operaciones consolidadas. La tercera de las partidas mencionadas está compuesta por cuentas por cobrar a controladores y asociadas (sociedades no consolidables) como Inversiones R Matriz S.A. y Nuevos Desarrollados S.A. La partida inventarios (neto de provisiones por mermas, obsolescencia y otros) claramente es operacional dado que se atribuye a mercadería para la venta del negocio de retail, mercadería en tránsito y provisión de valor neto de realización de inventarios (VNR), este último se comprende como provisión de rotación de mercaderías, costos de existencias, precios de ventas estimados y costos adicionales de distribución. Siendo parte de las operaciones de los negocios no bancarios, como los bancarios.

Cuadro 30. Clasificación de activos corrientes de Ripley Corp S.A.

En MUF	Al 31/dic/21	Operacional	No operacional
Efectivo y equivalente al efectivo (4)	5.846		X
Otros activos financieros (4)	2.513		X
Otros activos no financieros	724	X	
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	6.348	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	16	X	
Inventarios	11.301	X	
Activos por impuestos	1.292		X
Total	28.041		

(4) Corresponden a partidas de los negocios no bancarios, debido a que a nivel consolidado, contendrían parte de los flujos del giro bancario. Es decir, para los negocios no bancarios serían no operacionales, mientras que para los bancarios serían operacionales.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de Ripley Corp S.A. de 2021 y 2020.

En el Cuadro 31 se puede observar a detalle los activos de largo plazo (no corrientes) a nivel consolidado, categorizados por su actividad. Por una parte, las partidas que corresponden a las actividades no operacionales son: activos por impuestos diferidos. Esta última partida representa a los impuestos diferidos relativos a acumulaciones, provisiones, a pasivos por arrendamientos,

a pérdidas fiscales, a patrimonio, cobertura efectiva y valor actuarial, lo que no es parte de las operaciones en sí.

Por otra parte, las partidas del Cuadro 31 que corresponden a las actividades operacionales de la compañía son: otros activos financieros; otros activos no financieros; cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar; inversiones contabilizadas utilizando el método de participación (inversiones en asociadas); activos intangibles distintos de la plusvalía; plusvalía; propiedades, planta y equipo; derechos de uso; propiedades de inversión. De la primera de las partidas, se puede decir que son inversiones en instrumentos de cobertura de largo plazo, esto para cubrir la exposición a la variación de tasas de interés y tipo de cambio, como forwards, cross currency swaps, también inversiones en deuda de largo plazo, como depósitos a plazo y bonos bancarios, lo que forma parte del giro exclusivamente de los negocios bancarios. La segunda partida de las mencionadas anteriormente comprende bonos anticipados al personal, garantías de arriendo, gastos diferidos por licencias, seguros pagados por adelantado, gastos pagados por anticipado, depósitos en garantía, uniformes de temporada y operaciones pendientes, esto sería parte de las operaciones consolidadas, dado su requerimiento en funciones. La tercera partida mencionada serían las cuentas por cobrar por concepto de deudores por operaciones con tarjetas de crédito, colocaciones (consumo, vivienda), pagos anticipados, cuentas por cobrar por impuesto al valor agregado, cuentas por cobrar por impuestos al valor agregado y otras cuentas por cobrar, de negocios bancarios, como no bancarios. La cuarta partida es sobre inversiones en las asociadas Inmobiliaria Mall Viña Del Mar S.A. y Nuevos Desarrollos S.A. (a valor razonable) que se comprenden como el saldo de las asociadas del año anterior menos la provisión de dividendos y reserva de cobertura de acuerdo con el número de acciones de la asociada y el porcentaje de participación en la misma, siendo claramente producto de la operación de asociadas del Grupo. La quinta partida mencionada es por concepto de marcas comerciales, programas de computador (no generados internamente), licencias, franquicias, activos intangibles en desarrollo y cartera de contratos, los cuales forman parte o son herramientas para llevar a cabo funciones operacionales, más claramente se puede discernir que las marcas comerciales forman parte del giro del negocio de retail y son fundamentales. La sexta partida, corresponde al saldo inicial de las propiedades (subsidiarias inmobiliarias peruanas) más una diferencia de conversión, lo que entrega un saldo final, es decir como la partida mide el valor de sus propiedades actualmente y estas provienen de propiedades en las que el negocio inmobiliario mantiene actividades, sería operacional. La séptima partida referida, concierne a terrenos, edificios, maquinarias, enseres, accesorios,

construcción en proceso (proyectos inmobiliarios), vehículos, equipos informáticos, equipos de redes y comunicaciones y mejoras de derecho de arrendamiento, los cuales expresamente son necesarios para el funcionamiento en general de las filiales, es decir del Grupo. La octava partida consiste en contratos de arrendamiento de tiendas, sucursales y otros, estos contratos entregan el derecho de utilizar esas propiedades para sus operaciones. La novena partida, comprende a terrenos arrendados, centros comerciales, inmuebles arrendados utilizados para explotación de arriendo, por formato de centro comercial, ya que es fuente de ingresos del negocio inmobiliario, la partida es operacional.

Cuadro 31. Clasificación de activos no corrientes de Ripley Corp S.A.

En MUF	Al 31/dic/21	Operacional	No operacional
Otros activos financieros (5)	2.015	X	
Otros activos no financieros	326	X	
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	12.839	X	
Inversiones en asociadas	8.364	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	410	X	
Plusvalía	761	X	
Propiedades, planta y equipo	6.693	X	
Derechos de uso	10.067	X	
Propiedades de inversión	13.112	X	
Activos por impuestos diferidos	5.015		X
Total	59.602		

(5) La partida corresponde a flujos de los negocios bancarios, dado que los negocios no bancarios no generan actividad en esta partida.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

De acuerdo con lo observado en ambos cuadros anteriores, en general los activos no corrientes son mayores a los corrientes, asimismo la partida de cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar tiene una alta ponderación en ambos tipos de activos. No obstante, las partidas de propiedades de inversión y de derechos de uso son muy importantes para los activos no corrientes, siendo este último el que presenta más partidas operacionales.

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

En el Cuadro 32, se pueden apreciar en un principio parte de los activos y pasivos operacionales corrientes, se consideraron sólo a los negocios no bancarios (negocios de retail e inmobiliario). Dado que se consideran los recursos con los que puede disponer el Grupo en el corto plazo y no se consideraron los negocios bancarios, debido a su giro y perspectiva de sus resultados, que se involucran con partidas que son no operacionales para los negocios no bancarios. Primero los activos operacionales se obtuvieron como la suma de cuentas por cobrar de corto plazo (Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes) y de inventarios. Luego se les restaron los pasivos operacionales, que corresponden a las cuentas por pagar a corto plazo (Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar corrientes), lo que entrega como resultado del cálculo anterior, es el capital de trabajo operacional neto (CTON). Los resultados reflejan un CTON inestable, con aumentos en el 2019 y 2021 y disminuciones en el 2018 y 2020. Al observar los activos operacionales, existe una tendencia a la baja de estos (hasta 2020), por lo que en cada periodo han disminuido levemente los activos operacionales que se utilizan para cubrir los pasivos operacionales en el corto plazo. Se puede observar en un principio que en el 2018, Ripley tuvo activos operacionales menores (baja variabilidad) respecto a 12 meses atrás, sin embargo los pasivos operacionales aumentaron respecto a 12 meses atrás (el efecto fue mayor que el generado en los activos operacionales), lo que trajo consigo un menor CTON en aquel periodo. Para el 2019, los activos operacionales se redujeron más de lo que disminuyeron los pasivos operacionales. Al año siguiente, los activos operacionales decayeron respecto al periodo anterior, pero el efecto fue menor comparado con el importante acrecentamiento en los pasivos operacionales (lo adeudado a proveedores es por compras de inventarios) respecto a 12 meses atrás. Aun cuando las cuentas por cobrar corrientes crecieron, hubo una caída en los inventarios, esto último se debió al efecto de conversión (a soles peruanos) de los inventarios de las subsidiarias en Perú, como también a la fuerte disminución en la mercadería en tránsito respecto al año anterior (lenta rotación de inventario y reducción de la mercancía en tránsito), por lo que es comprensible el déficit de CTON.

Se puede inferir que en el 2017 dado el nivel de CTON que tenía Ripley, podían adquirir deuda de corto plazo para un mejor desempeño operacional en el corto plazo, es decir una tenue tendencia por mayores compras de inventarios, lo que aumenta los inventarios y las cuentas comerciales y cuentas por pagar a los proveedores.

Al 2021, dada una mayor demanda existente del consumo, con una mayor rotación de inventarios, género mayores mercancías en tránsito, es por lo que aumentaron los inventarios en ambos países (activos operacionales), asimismo aumentó la deuda de corto plazo con los proveedores (pasivos operacionales) por mayores compras de inventarios. En cuanto a las cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes incrementaron fuertemente, dado las operaciones con tarjetas de crédito, de modo que los activos operacionales superaron ampliamente a los pasivos operacionales, lo que generó el mayor nivel de inyección de CTON del periodo de análisis.

Adicionalmente, se calculó el ratio de capital de trabajo neto sobre los ingresos operacionales (RCTON de 12 meses, para los respectivos períodos anuales), el cual no tuvo una tendencia clara, más bien se comportó de forma variable debido a los últimos años anómalos, con una leve variación positiva en el 2020, para crecer robustamente en los últimos 12 meses del análisis. Bien que, en los tres primeros años, el RCTON no tuvo grandes variaciones, lo que infiere que el CTON guardó una relación con los ingresos ordinarios, pero no proporcional. Con el objetivo de realizar las proyecciones, se requiere obtener el RCTON histórico del periodo un tanto estable (sin considerar el periodo atípico de los últimos años) y se generó la mediana debido a que la medida no es sensible a valores atípicos.

Cuadro 32. Composición de capital de trabajo neto de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Activos Operacionales:	11.920	11.855	11.271	10.978	17.649
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	2.590	1.323	1.421	1.889	6.348
Inventarios	9.330	10.532	9.850	9.089	11.301
Pasivos Operacionales:	11.001	11.199	10.159	10.949	12.769
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar corrientes	11.001	11.199	10.159	10.949	12.769
CTON	919	657	1.113	28	4.880
Ingresos Operacionales	45.959	45.210	43.804	38.159	56.616
RCTON (%)	2,00%	1,45%	2,54%	0,07%	8,62%
Mediana de RCTON 2017-2019 (%)	2,00%				

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

5.5.3. Inversiones

Se analizarán las inversiones históricas que ha realizado Ripley en los negocios no bancarios en el Cuadro 33. Primero se utilizaron las compras y se le restaron las importaciones procedentes de ventas de las siguientes partidas del estado de flujos de efectivo: compras de propiedad, planta y equipos; compras de activos intangibles; compras de otros activos a largo plazo. Luego se sumaron las partidas anteriormente mencionadas, lo que corresponde al total de inversiones. Posteriormente al total de inversiones, se les restó la depreciación y amortización del periodo, lo que resulta en las nuevas inversiones (bajo el supuesto de que la inversión en reposición es equivalente a la depreciación y amortización), esto último con el propósito de utilizarlo para las proyecciones de los flujos.

Las compras en PPE se movieron en un rango entre el 2017 y 2019, el primer año se explica en parte por la implementación de las máquinas con el POS Mobile (sistema que permite pagar de forma independiente a las cajas en tiendas físicas), este último es parte de las compras de activos intangibles, además hubo la venta de un terreno no estratégico en Perú y el traspaso a activos mantenidos para la venta por un edificio en Chile. A fines del 2018 hubo adiciones de PPE y pagos asociados a la construcción de nuevos centros comerciales en Perú por parte del plan de proyectos de la filial Mall Aventura S.A., por esto existieron menores inversiones. Al siguiente año el total de inversiones alcanzó su mayor nivel, lo que se justifica por más compras en PPE dada la apertura de una tienda Ripley en el Mall Puruchuco en Perú, el relanzamiento de la renovada tienda Ripley Megaplaza y la ampliación del Mall Aventura Santa Anita en el mismo país. En el 2020 surge una mayor variabilidad que las anteriores, debido a que se redujeron los desembolsos en PPE e intangibles por la diferencia de conversión y cambios operacionales en tiendas físicas. En el 2021 hubo un leve crecimiento de PPE por la diferencia de conversión de sus inversiones, como también un aumento de los activos intangibles en desarrollo y programas de computador, generados internamente, esto se comprende por los esfuerzos en robustecer el marketplace y todo el ecosistema digital de Ripley, junto con optimizar los procesos y logística.

El total de las inversiones sobre ingresos operacionales (de negocios no bancarios), tuvo un comportamiento parecido al de las inversiones, ya que las inversiones en PPE tomaron cada vez más relevancia sobre los ingresos desde el 2017, aunque perdió fuerza desde el penúltimo año de análisis. En cuanto a la relevancia de la depreciación y amortización (de negocios no

bancarios) sobre las inversiones fue creciendo aceleradamente. En el 2019 es cuando acelera, ya que existieron varias adiciones de PPE y activos de largo plazo que se adquirieron aquel año y el anterior, que atribuyó a una mayor depreciación y amortización del periodo, por expansiones y renovaciones.

Respecto a planes de inversión de Ripley, respecto a sus negocios no bancarios, estos contemplan los proyectos inmobiliarios en curso de la filial Mall Aventura en Perú, dos centros comerciales en desarrollo, uno en la ciudad de Iquitos y el otro en el distrito de San Juan de Lurigancho, los cuales se prevén entrar en operación entre el 2023 y 2024. Durante el 2021 la filial Ripley Perú lanzó el proyecto AeroRipley (plan piloto) que contribuirá en términos logísticos a las operaciones, este consiste en despacho de compras online a través de drones, para un tiempo de entrega menor a 24 horas, pero no han informado futuras inversiones o desarrollo de este plan piloto.

Cuadro 33. Inversiones históricas de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Compras de propiedad, planta y equipos	913	689	980	390	393
Compras de activos intangibles	160	274	503	444	623
Compras de otros activos a largo plazo	498	578	361	229	162
Total inversiones	1.571	1.540	1.843	1.063	1.177
Ingresos operacionales	45.959	45.210	43.804	38.159	56.616
% inversiones sobre ing.	3,42%	3,41%	4,21%	2,79%	2,08%
Depreciación y amortización	1.096	1.073	1.784	1.796	1.647
% dep. y amor. Sobre inversiones	69,80%	69,71%	96,79%	168,88%	139,92%
Nuevas inversiones (2)	474	466	59	(732)	(470)
% Nuevas inversiones sobre ing.	1,03%	1,03%	0,13%	-1,92%	-0,83%
% mediana nuevas inver. sobre ing.	1,03%				

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

5.6. Análisis de crecimiento de la industria

En un principio se hará una referencia a las perspectivas del porvenir económico y posteriormente se mencionan antecedentes y explicaran posibles perspectivas de crecimiento futuras para el subsector de retail dada su importancia en el análisis operacional de Ripley.

De acuerdo con el Banco Central de Chile, las proyecciones de crecimiento económico de aquel país son entre el 1% y 2% para el 2022 y entre -0,25% y 0,75% para el 2023, en tanto para el 2024 esperan con mayor optimismo entre 2,25% y 3,25%²². En cuanto el Banco Central de la Reserva del Perú, proyecta el crecimiento económico (PBI) de aquel país en 3,60%²³ para el 2022 y un 3,20% para el 2023²⁴. En cuanto a la inflación, en el Anexo 7 se pueden observar las tasas de inflación real para ambos países desde el 2010 al 2014, se obtuvieron del Banco Central de Chile y del Banco Central de la Reserva del Perú. Mientras que la inflación real histórica²⁵ desde el 2015 hasta el 2021 se recopiló de Statista²⁶, al igual que las expectativas de inflación real desde el 2022 hasta el 2026, para ambos países. Esos serían los panoramas futuros de los países en que opera Ripley actualmente.

5.6.1. Segmento de retail

Respecto al principal negocio de Ripley (en términos de ingresos), el segmento de retail en Chile comprendido como parte del comercio minorista, en el 2021 se recuperó a nivel global respecto al año anterior, como se pudo observar en la Figura 2, en la cual en el segundo trimestre del 2021 Chile fue líder en el crecimiento de las ventas de comercio minorista. En el Anexo 8, se puede observar que dado que uno de sus principales negocios de Ripley es el retail, con referencia a su oferta, dentro de los bienes no durables, como accesorios, calzado y vestuario crecieron un 33,5% en diciembre del 2021 respecto al mismo mes del periodo anterior, con un crecimiento del 56,3% (acumulado) anual en el 2021. Siguiendo con referencia al negocio de retail a nivel nacional,

²² Banco Central, 2022. (Nota de prensa) *Banco central publicó informe de política monetaria (IPoM) de marzo de 2022.*

²³ Banco de Reserva del Perú. (2022). Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2022-2025 (IAPM).

²⁴ Banco Central de la Reserva del Perú (2022). *Reporte de inflación Marzo 2022.*

²⁵ Statista. (2022). *Evolución anual de la tasa de inflación en Chile desde 2015 hasta 2027.*

²⁶ Statista. (2022). *Evolución anual de la tasa de inflación en Perú desde 2015 hasta 2027.*

dentro de los bienes no durables, las ventas de productos electrónicos, equipamiento del hogar y tecnológicos crecieron un 33% anual. Lo que significa que el escenario para este segmento fue positivo.

Respecto a perspectivas futuras, la CNC midió el nivel de confianza de los sectores: comercio minorista; hoteles; restaurantes. Para lo cual, utilizaron el estado inicial del semestre y perspectivas futuras de cuatro variables; ventas; empleo (contrataciones); inversión; economía nacional²⁷. Es así como en el Anexo 9, se puede observar el índice de confianza del comercio minorista, hoteles y restaurantes (ICCHR) por subsectores, como Ripley participa en el subsector de tiendas por departamentos o también llamado grandes tiendas, este indicador muestra que el ICCHR se redujo en el primer mes del 2022, para grande tiendas y supermercados, debido a que se espera que se reduzcan los puestos de trabajo en este subsector, es decir existe un fuerte pesimismo para las ventas de este segmento. En el Cuadro 34, se puede observar que para las grandes empresas inicialmente existió un alto optimismo al término del 2021 dado su alto nivel de desempeño impulsado por la liquidez de los hogares e incentivo del consumo de bienes y servicios. No obstante, son las que marcan menor nivel de confianza tanto a futuro como en un panorama general, esto se debe a que, de acuerdo con la CNC, en el Cuadro 35, este subsector espera una desaceleración de las ventas, así lo cree el 51,9% de las empresas, junto con una disminución del 34,6% de inversión. Adicionalmente un 20,4% de las empresas cree que aumentará su personal y un 11,4% las piensa reducir durante el 2022.

Cuadro 34. Índice de confianza según tamaño de empresa.

Índice	Micro	Pequeña	Mediana	Grande
Índice inicial confianza	11,9	14,1	31,1	28,0
Índice futuro confianza	4,8	0,5	-1,0	-24,6
Índice general de confianza	8,4	7,3	15,0	1,7

Fuente: Departamento de estudios CNC.

²⁷ CNC. (2022). (Noticias) *Tras un buen cierre del 2021, los sectores del Comercio, Restaurantes y Hoteles esperan este año un primer semestre más difícil, marcando así el índice de confianza un muy leve optimismo.*

Retomando el enfoque en las grandes empresas en el Cuadro 35, respecto a empresas de otros tamaños, serían las que verían más reducidas su ventas y personal, con un leve aumento su inversión. Sin embargo las perspectivas en el corto plazo al menos (2022) se ven negativas.

Cuadro 35. Índice según variable y tamaño de empresa, para primer semestre 2022.

	Micro	Pequeña	Mediana	Grande
Índice ventas	15,8	16,8	33,8	11,9
Índice Personal	4	4,1	12,4	5,5
Índice inversión	12,1	13,8	9,9	10,5
Índice proyección	-12,5	-27,7	-25,8	-54,4

Fuente: Departamento de estudios CNC.

5.6.2. Segmento bancario

Respecto al principal negocio de Ripley (en términos de margen EBITDA), el negocio bancario tuvo un escenario positivo en el último año, como se mencionó anteriormente, en la descripción de la industria. En Chile tras un menor crecimiento del 2020, debido a una falta de liquidez en los primeros trimestres, que paso a una mayor liquidez (debido a bonos y retiros de pensiones) y la austeridad de aportar carga de endeudamiento a los hogares. Mientras tanto en Perú disminuyó la capacidad de pago de los compromisos financieros, incrementando la morosidad principalmente de tarjetas de crédito. En el Cuadro 36 se puede apreciar el crecimiento histórico de la industria bancaria (en ambos países, con el objetivo de utilizarlos en los cálculos de proyecciones). Es decir, las tasas de crecimiento anual compuestas (TCAC) en términos nominales que publicó Euromonitor International (Euromonitor) de los ingresos de la industria de créditos de consumo desde 2016 a 2021 para ambos países en operación. Las cuales fueron convertidas a términos reales para ambas industrias, pero antes fue necesario calcular las tasas de inflación compuestas, utilizando la metodología de TCAC (para facilidad de conversión) con los datos del Anexo 7, de la siguiente forma:

$$\text{Inflación compuesta Chile}_{Real\ 2016-2021\ (TCAC)} = \left(\frac{1 + \text{Inflación 2021}}{1 + \text{Inflación 2016}} \right)^{\frac{1}{6}} - 1$$

$$\text{Inflación compuesta Chile}_{Real\ 2016-2021\ (TCAC)} = \left(\frac{1 + 4,52\%}{1 + 3,79\%} \right)^{\frac{1}{6}} - 1$$

$$\text{Inflación compuesta Chile}_{Real\ 2016-2021\ (TCAC)} = 0,12\%$$

Se repitió el procedimiento, esta vez con los datos de Perú, con lo que se obtuvo 0,06% como inflación compuesta de 2016 a 2021. Por lo consiguiente, se pudo convertir la TCAC nominal a real, utilizando la inflación compuesta:

$$TCAC\ real\ 2016 - 2021_{Industria\ Chile} = \frac{(1 + TCAC\ nominal\ 2016 - 2021)}{(1 + \text{inflación compuesta anual 2016 - 2021})} - 1$$

$$TCAC\ real\ 2016 - 2021_{Industria\ Chile} = \frac{(1 + 5,50\%)}{(1 + 0,12\%)} - 1$$

$$TCAC\ real\ 2016 - 2021_{Industria\ Chile} = 5,38\%$$

El crecimiento anual compuesto de la industria bancaria de consumo en Chile fue del 5,38%, en tanto al repetir este último procedimiento (con los datos del Anexo 7) se obtiene un 3,34% para la banca peruana. Lo que significa, que la banca ha tenido un crecimiento positivo (de forma compuesta) desde el 2016 (según Euromonitor) en ambos países y ha sido aún mayor en Chile. Debido a las condiciones de retiros de fondos de pensiones en los últimos años, generó un mayor prepago de las deudas de créditos de consumo. En Perú hubo un menor crecimiento, en el último año se incrementó el uso de tarjetas de débito y prepago, con fuerte uso del efectivo, por lo que era de esperar un menor crecimiento de los créditos de consumo, ya que aunque se siguen utilizando, el público considera otras alternativas de financiamiento.

Cuadro 36. Crecimiento de la industria bancaria para los años 2016-2021.

En %	TCAC nominal 2016-2021	TCAC real 2016-2021
Industria Chile	5,50%	5,38%
Industria Perú	3,40%	3,34%
Inflación compuesta Chile		0,12%
Inflación compuesta Perú		0,06%

Fuente: Euromonitor y Statista.

En cuanto a las perspectivas futuras de la industria bancaria, en el Cuadro 37 conforme a la estimación del porvenir de la banca de consumo de Euromonitor, las industrias tendrían un

crecimiento compuesto anual positivo en términos nominales, con el objetivo de utilizar estas estimaciones para la proyección de los ingresos del segmento, fue imprescindible convertir las estimaciones de terceros a términos reales. A continuación se demostrará cómo se podría obtener la inflación compuesta de 2021 a 2026 para ambos países (aplicando la fórmula de TCAC):

$$\text{Inflación compuesta Chile}_{\text{Real } 2021-2026 \text{ (TCAC)}} = \left(\frac{1 + \text{Inflación } 2026}{1 + \text{Inflación } 2021} \right)^{\frac{1}{6}} - 1$$

$$\text{Inflación compuesta Chile}_{\text{Real } 2021-2026 \text{ (TCAC)}} = \left(\frac{1 + 3,00\%}{1 + 4,52\%} \right)^{\frac{1}{6}} - 1$$

$$\text{Inflación compuesta Chile}_{\text{Real } 2021-2026 \text{ (TCAC)}} = -0,24\%$$

Lo anterior fue en el caso de Chile, para Perú se realizó:

$$\text{Inflación compuesta Perú}_{\text{Real } 2021-2026 \text{ (TCAC)}} = \left(\frac{1 + \text{Inflación } 2026}{1 + \text{Inflación } 2021} \right)^{\frac{1}{6}} - 1$$

$$\text{Inflación compuesta Perú}_{\text{Real } 2021-2026 \text{ (TCAC)}} = \left(\frac{1 + 2,02\%}{1 + 3,98\%} \right)^{\frac{1}{6}} - 1$$

$$\text{Inflación compuesta Perú}_{\text{Real } 2021-2026 \text{ (TCAC)}} = -0,32\%$$

Con los cálculos anteriores, fueron viables para determinar la TCAC real (promedio) de 2021 a 2026 para ambas industrias. La TCAC (Industria en Chile) en términos reales se obtuvo como resultado de:

$$\text{TCAC real promedio } 2021 - 2026_{\text{Industria Chile}} = \frac{(1 + \text{TCAC nominal } 2021 - 2026)}{(1 + \text{inflación compuesta anual } 2021 - 2026)} - 1$$

$$\text{TCAC real promedio } 2021 - 2026_{\text{Industria Chile}} = \frac{(1 + 2,10\%)}{(1 - 0,24\%)} - 1$$

$$\text{TCAC real promedio } 2021 - 2026_{\text{Industria Chile}} = 2,35\%$$

Los cálculos para la industria peruana son:

$$\text{TCAC real promedio } 2021 - 2026_{\text{Industria Perú}} = \frac{(1 + \text{TCAC nominal } 2021 - 2026)}{(1 + \text{inflación compuesta anual } 2021 - 2026)} - 1$$

$$\text{TCAC real promedio } 2021 - 2026_{\text{Industria Perú}} = \frac{(1 + 8,20\%)}{(1 - 0,32\%)} - 1$$

$$\text{TCAC real promedio } 2021 - 2026_{\text{Industria Perú}} = 8,54\%$$

Los resultados anteriores corresponden al crecimiento promedio anual compuesto (real) estimado desde el año 2021 a 2026 para la industria bancaria en Chile. En tanto, se espera que las operaciones en Perú tendrían un crecimiento promedio (real) del 8,54% de 2021 a 2026. Lo que significa que se espera un crecimiento mayor en la industria en Perú, que en Chile. La industria en ambos países ha dedicado sus esfuerzos a ofrecer créditos de consumo de fácil acceso a través de las plataformas digitales, los cuales se aprueban sin grandes restricciones. Aun cuando existan mejores condiciones de acceso para los clientes, la inflación que se espera en el 2022, es un factor importante sobre las tasas de interés, dado que principalmente en Chile se espera que encarezca los préstamos, lo que deja el camino abierto a que se escojan otras formas de financiamiento. Mientras que el panorama para la industria en Perú, de acuerdo con Euromonitor, las expectativas son que el país podría estar sujeto a una menor incertidumbre política para el 2023 y con una inmunidad colectiva, así mismo los hogares peruanos podrán aumentar su confianza en las plataformas digitales, que impulsen los créditos de consumo. Además de nuevas regulaciones que las entidades pertinentes como el Banco de la Reserva del Perú han impuesto, cómo limitar la tasa de interés de los bancos y de las multas impuestas por falta de pago, con el objetivo de proteger a los consumidores de pagos excesivos, lo que podría ser positivo para la imagen de la industria ante la población no bancarizada.

Cuadro 37. Crecimiento estimado de la industria bancaria para los años 2021-2026.

En %	TCAC nominal 2021-2026	TCAC real 2021-2026
Industria Chile	2,10%	2,35%
Industria Perú	8,20%	8,54%
Inflación compuesta Chile		-0,24%
Inflación compuesta Perú		-0,32%

Fuente: Euromonitor y Statista.

6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1. Ingresos operacionales proyectados

En el Cuadro 38, se puede observar los ingresos operacionales proyectados, por negocio y zona geográfica operativa.

Cuadro 38. Ingresos operacionales de Ripley proyectados para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Chile:	44.293	45.401	46.197	46.836	47.279
Retail	37.537	39.111	40.341	41.384	42.203
Bancario	6.756	6.290	5.856	5.452	5.076
Perú:	17.405	18.159	18.573	18.723	18.842
Retail	14.038	14.293	14.470	14.641	14.781
Inmobiliario	721	1.242	1.499	1.499	1.499
Bancario	2.646	2.625	2.603	2.582	2.562
Total	61.698	63.560	64.770	65.559	66.121
% creci. consolidado	-7,86%	3,02%	1,90%	1,22%	0,86%

(f) Forecast o estimado.

Fuente: Elaboración propia.

La proyección de ingresos anterior fue producto de la recopilación de información y datos de la actualidad de los rubros en que está Ripley, además de las perspectivas futuras de terceros para este Grupo y las industrias. Con el objetivo de trazar un hilo conductor racional entre lo que se dió en los rubros y el desempeño de Ripley, para poder estimar futuras tasas de crecimiento, que permitan proyectar las ventas del Cuadro 38. A continuación se explican las metodologías y criterios de la obtención de las tasas de crecimiento estimadas.

6.1.1. Negocio de retail

En el Cuadro 39, inicialmente se comparó el crecimiento histórico de las ventas de la subindustria de tiendas por departamentos contra el crecimiento histórico de las ventas de Ripley (en específico a nivel de negocio) desde el 2010 al 2021 en ambos países que mantiene el Grupo actividades operacionales, se considero este periodo con el objetivo de plantear una tendencia de su desempeño. En Chile las tiendas por departamentos tuvieron una mediana del crecimiento de las ventas del 0,98% desde 2010 a 2019 (sin considerar 2020 y 2021 periodos atípicos de caída y recuperación posterior de las ventas). Se requiere explicar que las estimaciones de Euromonitor fueron en términos nominales, para lo cual se utilizó la siguiente fórmula, con el fin de hacer comparable la muestra en términos reales:

$$Tasa\ real\ anual_t = \frac{(1 + tasa\ nominal_t)}{(1 + inflación\ anual_t)} - 1$$

Cuadro 39. Crecimiento histórico de los ingresos de subindustria (tiendas por departamentos) contra Ripley.

En %	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2010-2019
Subindustria Chile (*)	12,62%	7,26%	5,44%	6,19%	-0,38%	-5,22%	1,65%	0,31%	-0,70%	-12,76%	-40,12%	11,08%	0,98%
Subindustria Chile (**)	14,20%	10,80%	8,60%	8,00%	4,20%	-1,10%	5,50%	2,50%	1,60%	-10,80%	-38,30%	16,10%	
Ripley Chile	7,01%	-19,51%	7,47%	-4,63%	7,30%	-3,81%	-0,21%	4,04%	-1,63%	-6,25%	-7,45%	61,68%	-0,92%
<i>Dif. Con indus.</i>	-5,62%	-26,77%	2,03%	-10,82%	7,69%	1,41%	-1,85%	3,73%	-0,93%	4,55%	30,85%	45,58%	0,24%
Razón Chile	0,56	-2,69	1,37	-0,75	-19,10	0,73	-0,13	12,91	2,32	0,49	0,19	5,57	0,52
Subindustria Perú (*)	13,93%	17,15%	6,67%	6,84%	9,77%	-13,28%	5,42%	-1,95%	0,28%	-6,40%	-39,70%	30,51%	6,04%
Subindustria Perú (**)	16,30%	22,70%	9,50%	9,90%	13,30%	-10,20%	9,20%	0,80%	1,60%	-4,40%	-38,60%	35,70%	
Ripley Perú	5,27%	10,36%	12,67%	-0,25%	12,53%	-2,49%	-1,57%	-1,25%	-2,19%	4,09%	-22,52%	22,57%	1,92%
<i>Dif. Con indus.</i>	-11,03%	-12,34%	3,17%	-10,15%	-0,77%	7,71%	-10,77%	-2,05%	-3,79%	8,49%	16,08%	-13,13%	-2,92%
Razón Perú	0,38	0,60	1,90	-0,04	1,28	0,19	-0,29	0,64	-7,91	1,57	-1,76	-1,35	0,49

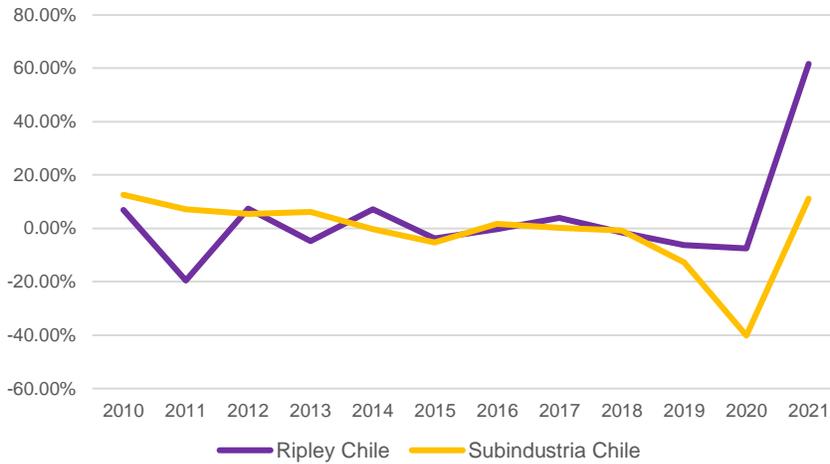
(*) Tasa de crecimiento real de la subindustria, que se convirtió a partir de la tasa nominal del crecimiento de la subindustria.

(**) Tasa de crecimiento nominal (anual) de la subindustria.

Fuente: Elaboración propia en base a Euromonitor y Estados Financieros de Ripley Corp S.A.

Se puede observar en la Figura 4 que para Chile, entre el 2010 y 2016, Ripley creció por debajo de lo que lo hizo la subindustria en cuatro de esos siete años, es decir no hubo una clara tendencia sostenida. Desde el 2017 a 2021 (con excepción del 2018), Ripley creció en ventas por sobre el crecimiento de la subindustria y no cayó tanto como lo hizo la subindustria, así lo indicó la diferencia entre Ripley y la industria en términos de crecimiento (*Dif. con indus.*), en el Cuadro 39. Aun cuando la mediana del crecimiento de las ventas de Ripley en Chile fue de un -0,92% del 2010 a 2019, siendo menor al de la subindustria (0,98%), lo que demuestra a Ripley con un crecimiento por debajo del de la subindustria de tiendas por departamentos, de forma histórica.

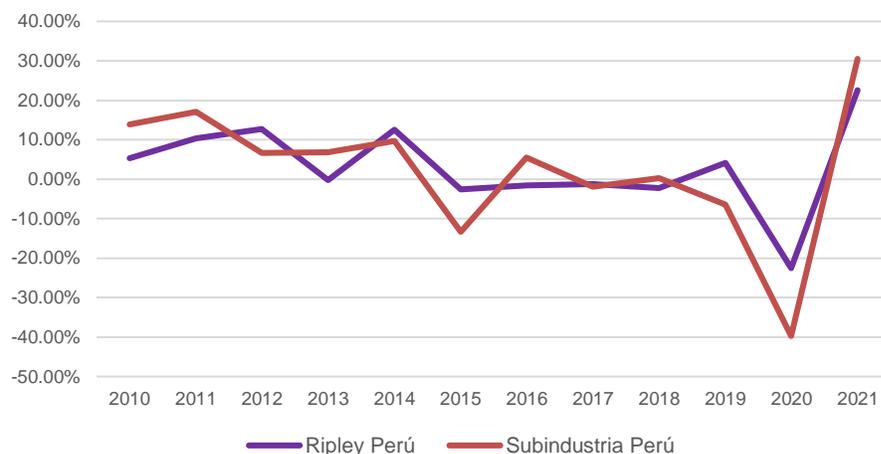
Figura 4. Crecimiento histórico de las ventas de Ripley (negocio) y de la subindustria de tiendas por departamento en Chile para los años 2010-2021.



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a las actividades en Perú, se puede apreciar en el Cuadro 38 que la mediana del crecimiento de las ventas de Ripley (1,92%) está por debajo de la mediana del crecimiento de las ventas de la subindustria de tiendas por departamentos en Perú (6,04%) desde el 2010 a 2021 (periodos 2020 y 2021 son poco representativos del desempeño histórico de Ripley). Además se puede observar en la Figura 5, que entre el 2010 y el 2016 Ripley tuvo un crecimiento por debajo de la subindustria en cinco de los siete periodos. Mientras que desde el 2017, el crecimiento de Ripley en cada periodo con excepción del 2019 y 2021, ocurrió por debajo de la subindustria. Por lo consiguiente se puede decir que el crecimiento de Ripley fue menor al de la subindustria históricamente.

Figura 5. Crecimiento histórico de las ventas de Ripley (negocio) y de la subindustria de tiendas por departamento en Perú para los años 2010-2021.



Fuente: Elaboración propia.

Al contar con el comportamiento de las ventas de Ripley, como el de la subindustria. Se utilizaron los datos del Cuadro 39, para obtener una razón que refleje ese comportamiento histórico, de esta forma poder determinar una referencia como factor de las ventas estimadas. A modo de ejemplo, la razón para el 2022 en Chile:

$$Razón\ Chile_t = \frac{Ripley\ Chile_t}{Subindustria_t}$$

De la forma anterior, se calculó para cada periodo del análisis. La mediana de la razón es de un 0,52 (Razón Chile), lo que significa que el crecimiento de Ripley Chile fue de 0,52 veces el crecimiento de la subindustria de tiendas por departamento en Chile. En cuanto a la mediana de la razón del crecimiento de Ripley Perú sobre el crecimiento de la subindustria en aquel país fue de 0,49 veces (Razón Perú), del 2010 a 2019. Resultados que van de la mano con la Figura 4, Figura 5 y lo mencionado anteriormente de la comparación entre el Grupo y la subindustria.

En el Anexo 10, se encuentran las estimaciones de terceros²⁸ (Euromonitor y BCI corredora de bolsa) respecto a las ventas de la subindustria de tiendas por departamentos y del negocio de retail de Ripley²⁹, como también de su consolidado en términos nominales. No obstante, en el

²⁸ Euromonitor International. (2022). *Department Stores in Chile*.

²⁹ BCI. (2022). Corredora de bolsa. *Ripley*.

Cuadro 41 se convirtieron a términos reales, con los datos del Anexo 7 y Anexo 10, y utilizando el proceso de cálculo del Anexo 11.

Se debe explicar que, para proyectar sólo las ventas del 2022, fue necesario incorporar la visión fundamental de la subindustria y las estimaciones de más de un tercero (Euromonitor y corredora de bolsa BCI). El criterio utilizado se justifica por el hecho de que la compañía y la subindustria, están saliendo de un periodo atípico en ventas como el 2020 y 2021. Adicionalmente las señales fundamentalista, como en el caso de Chile, la CCS estimó que las ventas de la industria del retail crecerán a una tasa real casi nula para el 2022³⁰. Junto con la CNC que estimó el índice de confianza según el tamaño y variable (ventas de la empresa; empleo de personal; inversión realizada por la empresa; economía de Chile; perspectivas futuras) en el Cuadro 35, de la cual se desprende que las grandes empresas tendrán menores ventas de otros tamaños de empresas en el primer semestre del 2022, siendo el índice de proyección (perspectivas futuras) negativo, principalmente para la grandes tiendas y supermercados. Tanto la CNC y la CCS concuerdan en que la industria de retail tendrá una desaceleración de sus ventas. Es decir, que en base al término de programas fiscales, agotamiento de retiros de fondos de pensiones, la comparación con la expansión que tuvieron las empresas en el 2021 y el aumento de la inflación que se espera durante el año 2022, el panorama proyectado es negativo.

En el Cuadro 40, se puede observar la estimación de la tasa de crecimiento real de las ventas del negocio de retail para Ripley para el 2022. La cual se obtuvo para las actividades en Chile, como la mediana de la estimación del BCI para las ventas en específico de este negocio (-18,39%), de la estimación de la subindustria (6,38%) por Euromonitor y de la estimación de las ventas a nivel consolidado por el BCI (-9,80%), por lo que se estimó un decrecimiento del 9,80% de las ventas para el negocio de retail de Ripley en Chile al 2022. Se consideraron las desaceleraciones proyectadas por terceros, debido a la importancia histórica del segmento sobre los ingresos consolidados de Ripley y se consideró adicionalmente como fuente de proyección al banco BCI, debido a que Euromonitor estaría siendo sumamente optimista basándose en futuras ventas del segundo semestre del 2022 por conceptos de Black Friday y Cyberday, no obstante en el 2021 Ripley (a nivel de negocio de retail en Chile) tuvo una fuerte expansión en el crecimiento de sus ventas, por lo que (en base a lo expuesto anteriormente por la CCS y CNC) difícilmente Ripley podría volver a llegar a los niveles de venta del 2021, dado que el consumo de los hogares está

³⁰ CCS. (2021). *Se estabiliza el crecimiento del retail global, Chile sigue liderando, aunque se desacelera.*

ligado al poder adquisitivo, la proyección del PIB se estimó entre 1% y 2% para el 2022 por el Banco Central, lo que no mejora el panorama para aquel año debido a la contracción en el consumo privado y una inflación cercana al 10% a mediados del 2022³¹.

Cuadro 40. Tasa de crecimiento de ingresos operacionales estimada para el año 2022 del negocio de retail de Ripley.

	En %	2022(f)
Ripley retail	Chile:	-9,80%
	Estimación del BCI	-18,39%
Subindustria		6,38%
Ripley retail	Perú:	-4,43%
	Estimación del BCI	-4,43%
Subindustria		19,63%
Consolidado	Estimación del BCI (6)	-9,80%
	Estimación del BCI (7)	-6,06%

(6) Corresponde a la estimación del crecimiento real de las ventas consolidadas de Ripley (utilizando la inflación de Chile, dado que el dato fue nominal).

(7) Corresponde a la estimación del crecimiento real de las ventas consolidadas de Ripley (utilizando la inflación de Perú, dado que el dato fue nominal).

Fuente: *Elaboración propia en base a Euromonitor y corredora de bolsa BCI.*

En el Cuadro 40, también se puede observar la estimación de la tasa de decrecimiento real del 4,43% de las ventas del negocio de retail en Perú para Ripley en el 2022. Este se obtuvo como la mediana del -4,43% estimado por la corredora de bolsa del BCI (para el negocio de retail en Perú), de la estimación del 19,63% de Euromonitor y de la estimación del BCI sobre las ventas a nivel consolidado (-6,06). Se debe aclarar que las estimaciones fueron publicadas en tasas nominales originalmente y que poniendo en práctica el proceso de cálculo del Anexo 11 usando los datos del Anexo 7 y Anexo 10, se pudieron dejar las tasas en términos comparables. El decrecimiento menor en Perú (-4,43%) comparado con el de Chile (-9,80%) se puede deber a una mayor operatividad del comercio ante la recuperación de la demanda interna, que favorece la generación de empleo e ingresos en Perú. Tras el mes de febrero en el 2022, en Perú comenzaría a operar el comercio a su máxima capacidad, dado el término de aforos y toques de queda, junto con el optimismo del gremio de Retail y Distribución de la Cámara de Comercio de Lima (CCL), dado que apuestan por el aumento de las visitas a tiendas físicas y por una

³¹ Banco Central. 2022. (Nota de prensa) *Banco central publicó informe de política monetaria (IPoM) de marzo de 2022.*

consolidación del e-commerce, basado en que este canal tuvo su mayor crecimiento en el 2020 en Perú (87%) respecto a otros países dentro de América Latina³². Es decir, que habría espacio de cierta recuperación de ventas físicas (retrasada) o una menor desaceleración de los niveles de ventas durante el 2022, tras los efectos de pleno covid-19. Mientras que la CCS explica que la recuperación ya se dió en el 2021 en Chile. No obstante, como parte de la explicación del decrecimiento en Perú, se debe a que las operaciones físicas estarían condicionadas a las restricciones sanitarias y al nivel de vacunación de la población.

En el Cuadro 41, se pueden observar las estimaciones de las tasas de crecimiento de las ventas del negocio de retail para Ripley, comprendidas en un periodo desde 2023 a 2026. En Chile, estas se estimaron en 4,19% para el 2023, en 3,14% para el 2024, 2,59% al 2025 y de 1,98% hacia el 2026. Para la estimación se usó el mismo procedimiento de cálculo, pero con variaciones en los datos dependiendo del periodo. En el caso del 2023, la estimación fue producto de emplear la razón del crecimiento anual de Ripley sobre el crecimiento anual de la subindustria (0,52) del Cuadro 39 y a este multiplicarlo por la estimación de crecimiento real de la subindustria (8,03%). El crecimiento positivo, se puede explicar debido a que la visión del PIB es más optimista respecto al año anterior, por la relación con el consumo privado y su perspectiva de reducción que se mantendría al menos hasta el 2023. La tasa de crecimiento real de las ventas en el 2024, se obtuvo utilizando la mediana de la razón de 0,52 veces (Razón Chile) multiplicado por la tasa de crecimiento real estimada de la subindustria (6,02%). El procedimiento se volvió a llevar a cabo para los próximos periodos. De modo que, al observar las tasas de crecimiento de las ventas del negocio de retail de Ripley (Cuadro 40 y Cuadro 41), se puede decir que van en línea con la tendencia a la baja que estima Euromonitor para la subindustria (Anexo 12). No obstante, la sigue por debajo de la subindustria, en consecuencia, el negocio de retail de Ripley en Chile crecería, en promedio un 0,42% de 2022 a 2026.

En el caso del negocio en Perú, se puede apreciar en el Cuadro 41 que se estimaron las tasas de crecimiento de las ventas de Ripley en 1,81% en el 2023; 1,24% al 2024; 1,18% en el 2025; 0,95% al 2026. Para el 2023 se multiplicó la (mediana) razón del crecimiento de las ventas de Ripley sobre el crecimiento de las ventas de la subindustria (0,49) del Cuadro 38, con la estimación de crecimiento real de las ventas de tiendas por departamento (3,69%). Se espera el 1,81% de crecimiento al 2023, debido a la consolidación de la omnicanalidad que potencialmente

³² Huayhuas, M (2022). Leslie Passalacqua: "La omnicanalidad es el futuro del retail". La Cámara.

mostraría la industria, de acuerdo con la CCL y una menor expectativa de la inflación, acompañada con una baja variación del PBI. En tanto, se utilizó el mismo procedimiento para las estimaciones de los próximos años. La tendencia a la baja de las tasas de crecimiento estimadas para las ventas desde el 2024, se podría explicar por un menor PBI proyectado al 2025, respecto al periodo anterior y al riesgo político al que están expuestas las operaciones de este segmento. Sin embargo, del 2022 al 2026 el negocio de retail de Ripley crecería en promedio un 0,15% en Perú y seguiría una tendencia a la baja, pero aún más baja que la de la subindustria en el Anexo 13.

Cuadro 41. Tasas de crecimiento de ingresos operacionales estimadas para los años 2023-2026 del negocio de retail de Ripley.

En %	2023(f)	2024(f)	2025(f)	2026(f)	Promedio 2022-2026
Ripley Chile:	4,19%	3,14%	2,59%	1,98%	0,42%
Estimación de Subindustria Chile	8,03%	6,02%	4,95%	3,79%	5,83%
Razón Chile	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52
Ripley Perú:	1,81%	1,24%	1,18%	0,95%	0,15%
Estimación de Subindustria Perú	3,69%	2,53%	2,41%	1,94%	6,04%
Razón Perú	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49

Fuente: Elaboración propia.

Se puede decir que las tasas de crecimiento estimadas del Cuadro 40 y Cuadro 41 para Ripley (a nivel de negocio de retail) desde el 2022 a 2026 se mantendrán por debajo de la subindustria.

6.1.2. Negocio inmobiliario

Respecto al negocio inmobiliario, anteriormente en el Cuadro 13, se pudo observar que la relevancia de este negocio para los ingresos consolidados fue sumamente baja en ambos países, siendo prácticamente irrelevante las operaciones en Chile (en términos de relevancia). Considerando que Ripley no cuenta con proyectos en su cartera destinados a este país, pero principalmente debido a que el Grupo dejaría de recibir ingresos operacionales de este negocio, debido a que provienen de asociadas, por lo que estarían contenidos aquellos ingresos en otra partida. Por lo consiguiente, se estima un nulo crecimiento en los ingresos (0,00%) de forma constante desde el 2022 a 2026.

En tanto, como Ripley genera ingresos de este negocio en Perú desde 2016 y son de baja importancia a nivel consolidado, es por lo que no se recurrió a una comparación con la industria ya que la data sería reducida y no se cuenta con la tendencia clara de la industria de la principal referencia de terceros. Por lo que se usó un criterio basado en los metros cuadrados arrendables operativos, que es bastante aceptable, debido a que es la fuente de ingresos de este negocio a través de su subsidiaria Mall Aventura S.A. Es decir, mientras más metros cuadrados arrendables posea el Grupo, es más probable que reciban mayores ingresos. Además, Ripley está próximo a inaugurar dos nuevos centros comerciales, de los cuales estimó la superficie bruta arrendable (SBA) con la que contarían, tras estar operativos. Para esto en el Cuadro 42, se puede observar la Razón de los ingresos operativos sobre los metros cuadrados arrendables operativos (Razón ing/m^2), la cual se obtuvo como ingresos operacionales dividido en la SBA (en metros cuadrados) que se encuentra operativa a final de año. Con la mediana de la razón obtenida en cada periodo, se puede hacer una aproximación de los ingresos y la tasa de crecimiento de estos.

Cuadro 42. Crecimiento de SBA e ingresos del negocio inmobiliario de Ripley para los años 2016-2021.

	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2016-2019
Ingresos (en MUF)	291	652	685	712	637	721	
SBA m^2 operativo	122900	126000	128700	160300	204610	204588	
Razón ing/m^2	0,002	0,005	0,005	0,004	0,003	0,004	0,005

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria anual de Ripley Corp S.A 2021.

Ripley estima que contará con poco más del 50% de metros cuadrados (adicionales), del área arrendable respecto a los que tiene operativo a fines de 2021, esta superficie añadida se debe a los centros comerciales en desarrollo, que entrarán en operación entre el 2023 y 2024. Al 2022, se impone el supuesto de que el negocio mantiene la misma SBA operativa (en m^2) al cierre de 2021, de 204.588 m^2 operativos y 107.118 m^2 en desarrollo, lo que significan 311.706 m^2 con los nuevos centros comerciales puestos en marcha a fines del 2024. Es por lo que, en el Cuadro 43 se usó el supuesto de que los m^2 en desarrollo (107.118 m^2) serían operativos en un 50% en el 2023, lo que corresponde a 53.559 m^2 (Dif. de SBA en m^2 anual) y el otro 50% al 2024 (53.559 m^2). Por ende, al 2023 se estima que el Grupo contaría con 258.147 m^2 de SBA operando (SBA operativa en m^2) y al multiplicarlo por la mediana de la razón de ingresos operacionales sobre SBA operativa en m^2 (Razón ing/m^2) del Cuadro 42, se estima el ingreso operacional del negocio en 1.242 miles de UF (MUF). Al año siguiente Ripley contaría con los 311.706 m^2 de SBA, que

bajo el supuesto de que se encontrarán operativos por completo (sin retrasos de construcción e inauguración) y repitiendo el procedimiento con la mediana de la razón de ingresos sobre m^2 de SBA operativos, se pudo estimar los ingresos de aquel periodo.

Cuadro 43. Ingresos de Ripley (inmobiliario Perú) para los años 2023-2024.

	2023(f)	2024(f)
Ingresos (en MUF)	1242	1499
SBA m^2 operativo	258147	311706
% creci. m^2	26,18%	52,36%
Dif. GLA m^2 anual	53559	53559
Razón ing./ m^2	0,005	0,005

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria anual de Ripley Corp S.A 2021.

Lo anterior se traduce en el Cuadro 44, con la estimación de tasas de crecimiento de los ingresos del 0,00% en el año 2022; 72,25% al 2023; 20,75% en el 2024; 0,00% al 2025; 0,00% en el 2026. El crecimiento del 2023 se explica debido a los ingresos que va a recibir Ripley al dejar en operación el complejo de cines, junto con las áreas gastronómicas y de entretenimiento del Mall Aventura Chiclayo. Como también parte del proyecto de centros comerciales. Para el 2024 el proyecto inmobiliario estará en completa operación, se espera un escenario con condiciones más favorables que las actuales en términos de inflación, sanitarias y de incertidumbre política. El Grupo ha manifestado su interés en potenciar este negocio en Perú, por lo que se estima un crecimiento en promedio del 18,60% de los ingresos del negocio de 2022 a 2026.

Cuadro 44. Tasas de crecimiento de ingresos de Ripley (inmobiliario Perú) para los años 2022-2026.

En %	2022(f)	2023(f)	2024(f)	2025(f)	2026(f)	Promedio 2022-2026
Ripley Chile	-	-	-	-	-	-
Ripley Perú	0,00%	72,25%	20,75%	0,00%	0,00%	18,60%

Fuente: Elaboración propia.

6.1.3. Negocio bancario

A modo de consultar la tendencia del negocio comparado con la industria. En el Cuadro 45 se puede observar el crecimiento histórico de colocaciones de consumo (del comercio minorista, datos proporcionados por CMF y BCRP) para la industria y el de banco Ripley en ambos países. Se puede apreciar, que los ingresos del negocio bancario de Ripley han crecido por debajo de la industria, en ambos países desde el 2016 a 2021 (*Dif. con indus.*). Esto se verifica en la mediana tendencial desde 2016 a 2019, que Ripley creció menos de lo que lo hizo la industria, tanto en Chile (-6,91%) como en Perú (-4,43%).

Cuadro 45. Crecimiento histórico de ingresos de Ripley (banca) y la industria para los años 2016-2021.

En %	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana tendencial 2016-2019
Industria Chile	8,47%	8,03%	9,13%	9,17%	2,52%	9,85%	8,80%
Ripley Chile	-0,26%	3,45%	3,51%	0,98%	-24,99%	-16,10%	2,65%
<i>Dif. con indus.</i>	-8,73%	-4,58%	-5,62%	-8,19%	-27,50%	-25,95%	-6,91%
Industria Perú	10,70%	7,40%	12,20%	15,40%	-4,00%	-2,50%	11,45%
Ripley Perú	11,38%	2,87%	-6,89%	11,06%	-16,52%	-43,79%	2,35%
<i>Dif. con indus.</i>	0,68%	-4,53%	-19,09%	-4,34%	-12,52%	-41,29%	-4,43%

Fuente: Elaboración propia en base a CMF y Banco Central de la Reserva del Perú.

Al consultar el desempeño de los ingresos de la principal referencia de terceros (Euromonitor), este informa la TCAC de la industria bancaria de consumo en el Cuadro 36 de 2016 a 2021. Para comparar en los mismos términos (de TCAC) a Ripley con la industria, se llevaron a cabo los cálculos en el Anexo 14, respecto al desempeño en términos de ingresos del negocio bancario de Ripley. De lo cual, los resultados se encuentran en el Cuadro 46 (Banco Ripley Chile y Banco Ripley Perú). En el cual se confirma la tendencia anterior, es decir al examinar las diferencias entre el crecimiento de Banco Ripley con la industria (*Dif. con indus.*), ambos países tienen diferencias negativas, debido a que la industria bancaria en Chile tuvo un crecimiento anual compuesto del 5,38%, en tanto Banco Ripley decreció en un 6,21% de forma anual compuesta, explicando la diferencia negativa entre ambos (-11,59%). Misma tónica se dió con Banco Ripley y la industria en Perú (-14,27%).

Cuadro 46. TCAC de ingresos de Ripley (banca) y la industria para los años 2016-2021.

En %	TCAC real 2016-2021
Industria Chile	5,38%
Banco Ripley Chile	-6,21%
Dif. Con indus.	-11,59%
Industria Perú	3,34%
Banco Ripley Perú	-10,93%
Dif. Con indus.	-14,27%

Fuente: Elaboración propia

Luego a modo de incluir el crecimiento que tuvo Ripley respecto a la industria en las estimaciones. En el Cuadro 47, para el caso de Chile se promedió la TCAC real de 2016 a 2021 de la diferencia de Banco Ripley con la industria (-11,59%) con la mediana tendencial de 2016 a 2019 de la diferencia de Banco Ripley con la industria (-6,91%) del Cuadro 45. Resultando que en promedio Banco Ripley Chile se diferencia históricamente en un -9,25% con la industria. Entre tanto, en promedio Banco Ripley Perú se diferencia con la industria en un -9,35% de forma histórica, esto como producto de promediar la TCAC real 2016-2021 de la diferencia de Banco Ripley con la industria (-14,27%) con la mediana tendencial de 2016 a 2019 (-4,43%). Se debe explicar que se utilizó la tendencia histórica del crecimiento de la industria, debido a que las estimaciones de Euromonitor incluyeron un periodo atípico como el 2020 y 2021, por lo que fue necesario incluir un escenario de normalidad en el contexto macroeconómico y la tendencia que mostró Ripley en este escenario en los últimos años.

Cuadro 47. Resumen de tasas de crecimiento de ingresos históricas de la industria y de Ripley (banca) para los años 2016-2021.

En %	TCAC 2016-2021	Mediana tendencial 2017-2019	Promedio 2016-2021
Dif. Banco Ripley Chile con indus.	-11,59%	-6,91%	-9,25%
Dif. Banco Ripley Perú con indus.	-14,27%	-4,43%	-9,35%

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones de Euromonitor, CMF, BCRP.

Para estimar las tasas de crecimiento del negocio bancario de Ripley en el Cuadro 48, se requirieron los datos y estimaciones del Cuadro 37, respecto a las expectativas de 2022 a 2026 de la industria, de acuerdo a Euromonitor. Entonces se sumó el crecimiento promedio estimado

para la industria de 2,35% (TCAC industria Chile) con el promedio de la diferencia del crecimiento de Banco Ripley Chile con la industria de 2016 a 2021 de -9,25% (Tendencia histórica indus.). Dando como resultado, en promedio un decrecimiento del 6,90% de los ingresos de Banco Ripley, este se supone de forma constante desde el 2022 a 2026. En cuanto a las actividades en Perú, desde el 2022 hasta el 2026 el decrecimiento estimado es de un 0,81%, el que se obtuvo de la suma del crecimiento promedio estimado para la industria (8,54%) con el promedio de la diferencia de Banco Ripley con la industria de 2016 a 2021 de -9,35% (Tendencia histórica indus.). Ripley creció históricamente por debajo de la industria, es comprensible que en promedio Ripley pueda decrecer 0,81% en Perú, ya que las proyecciones para la industria serían bastante menos pesimistas en Perú, que en Chile. País donde decrecería un 6,90% en promedio desde el 2022 al 2026, siendo mayor el efecto que en la industria, al igual que su decrecimiento histórico.

Cuadro 48. Tasas de crecimiento estimadas de ingresos de Ripley (banca) para los años 2022-2026.

En %	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Promedio 2022-2026
Ripley Banca Chile:	-6,90%	-6,90%	-6,90%	-6,90%	-6,90%	-6,90%
TCAC industria (8)	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
Tendencia industria (9)	-9,25%	-9,25%	-9,25%	-9,25%	-9,25%	
Ripley Banca Perú:	-0,81%	-0,81%	-0,81%	-0,81%	-0,81%	-0,81%
TCAC industria Perú (8)	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%	8,54%
Tendencia industria (9)	-9,35%	-9,35%	-9,35%	-9,35%	-9,35%	

(8) Corresponden a TCAC de 2021 a 2026 (real) del Cuadro 37.

(9) La tendencia histórica de la industria es una tasa que se utiliza sólo para el cálculo de la tasa de crecimiento de los ingresos de Banco Ripley, en cada periodo de 2022 a 2026. Se incluyó en el Cuadro, para la facilidad del lector. No corresponde a una tendencia proyectada.

Fuente: *Elaboración propia.*

6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

En el Cuadro 49 se puede observar el costo de venta proyectado para los negocios de retail y bancario de Ripley. Para cada periodo se utilizó la mediana histórica del costo de venta entre 2017 y 2019 por negocio, debido a que 2020 y 2021 no se consideran representativos. Se debe explicar que los datos utilizados para calcular la mediana provienen de la importancia del costo de venta sobre ingresos operacionales (históricos). Para Chile, los negocios de retail y bancario tuvieron una mediana del 69,97% y 38,93% respectivamente (Cuadro 17). En tanto para Perú,

los negocios tuvieron su mediana histórica en un 72,05% y 40,04% respectivamente. Luego de obtener la mediana, esta se multiplicó por los ingresos operacionales estimados del respectivo periodo. Es decir, se utilizó la misma mediana histórica para cada periodo desde el 2022 al 2026, dependiendo del tipo de negocio y en que país opere. En el Cuadro 49 se puede apreciar una tendencia a que se incrementarán los costos de venta para las operaciones en ambos países, debido al incremento de los ingresos.

Cuadro 49. Costo de venta estimado de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Chile:	(28.893)	(29.813)	(30.505)	(31.078)	(31.504)
Retail	(26.263)	(27.364)	(28.225)	(28.955)	(29.528)
Bancario	(2.630)	(2.449)	(2.280)	(2.123)	(1.976)
Perú:	(11.174)	(11.348)	(11.468)	(11.583)	(11.675)
Retail	(10.114)	(10.298)	(10.425)	(10.549)	(10.649)
Bancario	(1.059)	(1.051)	(1.042)	(1.034)	(1.026)
Total	(40.067)	(41.162)	(41.972)	(42.660)	(43.179)

Fuente: Elaboración propia.

En el Cuadro 50 se pueden observar los gastos de administración y costo de distribución proyectados, los cuales se obtuvieron utilizando la mediana de la relación histórica (anual) de estos gastos sobre ingresos operaciones entre el 2017 y 2019 del Cuadro 19, con excepción del negocio inmobiliario en Chile, dado que Ripley vendió el 100% de su participación a una subsidiaria en el segundo semestre del 2019, además entre el 2020 y 2021. En este último caso no existen gastos y costos atribuibles. Posteriormente, se multiplicaron los ingresos estimado de acuerdo con el periodo correspondiente con la mediana (en forma de ponderadores) del 29,75% para retail en Chile; 45,60% para banca en Chile; 26,55% para retail en Perú; 27,96% para inmobiliaria en Perú.

Cuadro 50. Gastos de administración y costos de distribución estimados de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Chile:	(14.250)	(14.505)	(14.673)	(14.800)	(14.872)
Retail	(11.169)	(11.637)	(12.003)	(12.314)	(12.557)
Inmobiliario	-	-	-	-	-
Bancario	(3.081)	(2.868)	(2.670)	(2.486)	(2.315)
Perú:	(5.164)	(5.368)	(5.477)	(5.512)	(5.540)
Retail	(3.727)	(3.794)	(3.842)	(3.887)	(3.924)
Inmobiliario	(202)	(347)	(419)	(419)	(419)
Bancario	(1.236)	(1.226)	(1.216)	(1.206)	(1.197)
Total	(19.414)	(19.873)	(20.150)	(20.312)	(20.412)

Fuente: Elaboración propia.

En el Cuadro 51, se puede observar las otras ganancias o pérdidas proyectadas, estos valores se obtuvieron por negocio y se calcularon como anteriormente, con la mediana entre 2017 y 2019 de otras ganancias (pérdidas) sobre ingresos, en el Anexo 5. Luego se multiplicaron por los ingresos estimados en cada periodo. Es destacable el negocio inmobiliario en Perú, en esta partida el Grupo recibe más entradas en esta partida, bajo el supuesto de que existe revalorización de sus propiedades en cada periodo.

Cuadro 51. Otras ganancias (pérdidas) estimadas de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Chile:	55	58	60	62	63
Retail	59	62	64	65	67
Inmobiliario	-	-	-	-	-
Bancario	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)
Perú:	229	416	508	508	508
Retail	(27)	(27)	(27)	(28)	(28)
Inmobiliario	259	446	539	539	539
Bancario	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Total	284	474	568	570	571

Fuente: Elaboración propia.

En el Cuadro 52 se puede observar la depreciación y amortización proyectada, estos valores se calcularon de similar forma que las anteriores. Se obtuvo la mediana de la depreciación y amortización sobre los ingresos entre el 2017 a 2021 del Cuadro 22, para cada negocio y después

se multiplicó este promedio por los ingresos del periodo. Es clara la tendencia al alza en el caso del negocio inmobiliario en Perú debido a dos centros comerciales que estarían en operación durante y tras el 2023.

Cuadro 52: Depreciación y amortización estimadas de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Chile:	1.755	1.800	1.833	1.860	1.879
Retail	1.502	1.565	1.614	1.656	1.689
Inmobiliario	-	-	-	-	-
Bancario	253	235	219	204	190
Perú:	644	656	664	669	674
Retail	530	539	546	553	558
Inmobiliario	5	8	10	10	10
Bancario	110	109	108	107	106
Total	2.399	2.457	2.497	2.529	2.552

Fuente: Elaboración propia.

6.3. Resultado no operacional proyectado

En el Cuadro 53, se puede observar el resultado no operacional proyectado, para el cual se calcularon las medianas históricas de la relación entre cada partida sobre los ingresos entre el 2017 y 2019, para luego multiplicar por los ingresos proyectados de cada periodo.

Cuadro 53. Resultado no operacional de Ripley proyectado para los años 2022-2026.

	En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Ingresos Financieros	Retail	103	106	109	112	114
	Inmobiliario	2	4	5	5	5
Costos financieros	Retail	(411)	(426)	(437)	(447)	(455)
	Inmobiliario	(139)	(240)	(290)	(290)	(290)
Participación en asociadas	Inmobiliario	1.636	1.636	1.636	1.636	1.636
Diferencias de cambio	Retail	(9)	(10)	(10)	(10)	(10)
	Inmobiliario	7	12	14	14	14
Resultado por unidades de reajuste	Retail	19	20	20	20	21
	Inmobiliario	(9)	(16)	(19)	(19)	(19)
Total	Consolidado	1.197	1.086	1.027	1.020	1.015

Fuente: Elaboración propia.

Se debe aclarar que en caso de la partida de participación en asociadas, se hizo una excepción referente a la metodología que se está utilizando, dado que Ripley cuenta con mayor participación en asociadas recientemente. Por lo que, se proyectó la partida utilizando la mediana de la razón de participación en asociadas sobre la SBA operativa en m^2 histórica entre el 2017 y 2019 (Razón parti./ m^2) del Cuadro 54. Con esta mediana de la razón obtenida (0,01) se multiplicó por la SBA operativa con la que cuenta Ripley a fines del 2021 (283.584 m^2). El resultado del cálculo anterior se puede apreciar en el Cuadro 53 y se supone de forma constante, es decir que no existen proyectos inmobiliarios de las asociadas.

Cuadro 54. Razón de participación en asociadas sobre la SBA operativa (de asociadas) a diciembre de 2021.

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-21	Mediana 2017-2019
Participación (en MUF)	1367	1007	1000	226	
SBA m^2 operativo	157125	174547	193822	283584	
Razón parti./ m^2	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01

Fuente: Elaboración propia.

6.4. Impuesto corporativo proyectado

Para proyectar el estado de resultados se utilizó la tasa impositiva de largo plazo del 27,00%, debido a la tasa del impuesto a la renta de primera categoría que se ha mantenido por varios

años hasta la actualidad. Dado que no existe acuerdo de doble imposición con el segundo en país en que mantiene operaciones Ripley, entonces se utilizó la tasa mencionada, en las proyecciones.

6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

En el Cuadro 55, se puede observar la composición del estado de resultados a nivel consolidado de Ripley, utilizando las estimaciones anteriormente explicadas por negocio.

Cuadro 55. Estado de resultados de Ripley proyectado para los años 2022-2026.

En MUF	2022(f)	2023(f)	2024(f)	2025(f)	2026(f)
Ingresos ordinarios	61.698	63.560	64.770	65.559	66.121
Costo de venta	(40.067)	(41.162)	(41.972)	(42.660)	(43.179)
Resultado bruto	21.631	22.398	22.797	22.899	22.942
Gastos de admini. Y costo de distrib.	(19.414)	(19.873)	(20.150)	(20.312)	(20.412)
Otras ganancias (pérdidas)	284	474	568	570	571
Resultado operacional	2.501	2.999	3.215	3.157	3.102
Ingresos financieros	105	110	114	116	118
Costos financieros	(551)	(666)	(727)	(737)	(744)
Participación en asociadas	1.636	1.636	1.636	1.636	1.636
Diferencias de cambio	(3)	2	4	4	4
Resultado por unidades de reajuste	10	4	1	1	2
Resultado antes de impuestos	3.698	4.085	4.243	4.177	4.116
Impuesto a las ganancias	(999)	(1.103)	(1.146)	(1.128)	(1.111)
Resultado neto (2)	2.700	2.982	3.097	3.049	3.005
Depreciación y amor.	2.399	2.457	2.497	2.529	2.552
EBITDA (2)	4.900	5.456	5.712	5.686	5.654

(2) La proyección, no incluye ajustes de consolidado.

Fuente: *Elaboración propia.*

6.5.1. Supuestos utilizados

Las tasas estimadas de crecimiento histórico y futuro publicadas por Euromonitor International, CCS y CMF fueron en términos reales y las que nominales, se hizo la correspondiente conversión. Por lo consiguiente las tasas de crecimiento proyectadas de los ingresos operacionales son en términos reales.

En el Cuadro 45, para la industria se utilizaron datos publicados por por la CMF y el BCRP, respecto a las colocaciones de consumo e hipotecarios para los hogares, netos de provisiones.

Se proyectó por negocio los ingresos operacionales, siendo la suma de estos los ingresos consolidados de Ripley. Pero se utilizaron los ingresos ordinarios sin incluir los ajustes por oficinas centrales y consolidado, ya que no se ha informado mayores detalles de su composición.

Para los costos y gastos operacionales se asumen medianas históricas (ponderaciones de los ingresos) que se mantendrán constantes para los cálculos desde 2022 a 2026, a menos que se mencione específicamente algún cambio. Como en el caso del negocio inmobiliario, que se asumen gastos de administración y costo de distribución nulos, dado que esta fue la tónica tras las ventas de su participación a una asociada. Como también que se utilizó la mediana de la relación entre la partida y los ingresos operacionales entre el 2017 y 2019, con el propósito de entablar una relación con los ingresos. De esta forma se proyectó el estado de resultado, dado que se proyectó por negocio, para mayor detalle consultar las subsecciones del presente informe

Adicionalmente se asume como tasa impositiva de largo plazo un 27,00%.

6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

En el Cuadro 56, se puede observar la importancia que tendrán las partidas sobre los ingresos proyectados.

Cuadro 56. Estado de Resultado proyectado de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	2022(f)	2023(f)	2024(f)	2025(f)	2026(f)
Ingresos ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de venta	-64,94%	-64,76%	-64,80%	-65,07%	-65,30%
Resultado bruto	35,06%	35,24%	35,20%	34,93%	34,70%
Gastos de admini. Y costo de distrib.	-31,47%	-31,27%	-31,11%	-30,98%	-30,87%
Otras ganancias (pérdidas)	0,46%	0,75%	0,88%	0,87%	0,86%
Resultado operacional	4,05%	4,72%	4,96%	4,82%	4,69%
Ingresos financieros	0,17%	0,17%	0,18%	0,18%	0,18%
Costos financieros	-0,89%	-1,05%	-1,12%	-1,12%	-1,13%
Participación en asociadas	2,65%	2,57%	2,53%	2,50%	2,47%
Diferencias de cambio	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%
Resultado por unidades de reajuste	0,02%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado antes de impuestos	5,99%	6,43%	6,55%	6,37%	6,23%
Impuesto a las ganancias	-1,62%	-1,74%	-1,77%	-1,72%	-1,68%
Resultado neto	4,38%	4,69%	4,78%	4,65%	4,54%
Depreciación y amor.	3,89%	3,87%	3,86%	3,86%	3,86%
EBITDA	21,86%	22,00%	22,16%	22,23%	22,23%

Fuente: Elaboración propia.

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1. Inversión en reposición

Anteriormente se mencionó sobre un proyecto piloto en el negocio de retail en Perú (AeroRipley) que fue lanzado en el 2021. Sin embargo, no se cuenta con información precisa de este tipo de inversión, por lo que no forman parte de las proyecciones.

Se estimó la inversión de reposición del Cuadro 57, en base al supuesto de que la inversión en reposición será semejante a la depreciación y amortización para cada periodo, esta última proviene del Cuadro 52.

Cuadro 57. Inversión de reposición proyectada de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Depreciación y amortización	2.399	2.457	2.497	2.529	2.552
Inversión en reposición	2.399	2.457	2.497	2.529	2.552
% <i>inver. en repo. sobre ing.</i>	3,89%	3,87%	3,86%	3,86%	3,86%

Fuente: Elaboración propia.

7.2. Nuevas inversiones de capital

Es necesario mencionar que el proyecto de inversión de dos centros comerciales se comenzó a llevar a cabo desde marzo de 2019 y entraría en operación entre el 2023 y 2024. Por ende, la inversión del proyecto ya se hizo y no se considera para la proyección. Ciertamente Ripley manifiesta la intención de seguir explotando el negocio inmobiliario en Perú, no obstante, no ha actualizado su carpeta de proyectos de inversión.

Para la proyección de las nuevas inversiones de capital, se utilizó principalmente la mediana de nuevas inversiones sobre los ingresos operacionales entre el 2017 y 2019 del 1,03% del Cuadro 33 (% mediana nuevas inver. sobre ing.). Lo anterior y para las proyecciones, bajo el supuesto anterior, de que la inversión en reposición es similar a la depreciación y amortización proyectada. Es decir, bajo el supuesto mencionado, considerando el total de inversiones históricas

(corresponde a las compras en PPE, activos intangibles y activos de largo plazo) menos la depreciación y amortización histórica, resultan las nuevas inversiones y si se entabla la relación de nuevas inversiones sobre los ingresos operacionales, de forma histórica (sin incluir periodo anómalo), se puede determinar la mediana de esta relación (1,03%) para estimar las nuevas inversiones desde el 2022 hacia adelante. Cabe destacar que Ripley ha destinado flujos para nuevas inversiones operacionales en un 1,03% de sus ingresos consolidados (bajo supuesto). Por lo que al multiplicar la mediana de nuevas inversiones sobre ingresos del Cuadro 33 por los ingresos de cada periodo, se obtienen las nuevas inversiones estimadas del Cuadro 58.

Cuadro 58. Nuevas inversiones de capital proyectadas de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Ing. operacionales	52.296	54.645	56.310	57.525	58.483
Nuevas inversiones	540	564	581	593	603
% Nuevas inver. Sobre ing.	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%

Fuente: Elaboración propia.

7.3. Inversión o liberación de capital operativo neto

En el Cuadro 59, el CTON corresponde al requerido en el siguiente periodo. Se obtuvo de la mediana de la relación de CTON sobre ingresos operacionales (RCTON) entre el 2017 y 2021, la que fue del 2,00% (Cuadro 32). Tomando en cuenta la mediana del RCTON multiplicado por los ingresos operacionales (ing. operacionales) del siguiente periodo, es como se llega a la estimación del CTON. No obstante, el Grupo cuenta con un CTON del periodo, por lo que sólo debe conocer la variación entre el CTON necesario para el próximo periodo y el CTON con el que cuenta. Dado que para el capital operativo neto necesario para un determinado periodo, se requiere realizar una inversión o liberación (variación) al final del periodo anterior. Es que, la inversión (Inversión en CTON) del 2022 se obtuvo con la mediana de RCTON (2017-2019) multiplicado por la diferencia entre los ingresos del 2023 y 2022. Así se hizo para cada estimación. Siendo la inversión o liberación del capital de trabajo neto operativo necesario para el siguiente periodo. Es decir, para el 2023 se requieren 1.126 MUF (durante el año) en CTON, pero a fines de 2022 se cuenta con 1.092 MUF en CTON, por lo que se requiere hacer una inversión de 47 MF (en CTON) a diciembre del 2022, para que se llegue al capital de trabajo neto operativo necesario del 2023.

Cuadro 59. Inversión de capital operativo neto proyectado de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Ing. operacionales	52.296	54.645	56.310	57.525	58.483
CTON	1.092	1.126	1.150	1.169	-
RCTON* (en %)	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	-
Inversión CTON	(47)	(33)	(24)	(19)	-

Fuente: Elaboración propia.

7.4. Valor terminal

Se asume una perpetuidad sin crecimiento, dado que Ripley opera en tres mercados y sólo en dos países. Intentó penetrar en el mercado colombiano, pero el Grupo no tuvo los resultados que esperaba, siendo que era uno de los mercados más atractivos en Sudamérica en ese entonces. Además, Ripley no ha actualizado públicamente su cartera de proyectos sólo ha manifestado a fines de diciembre de 2021 que tiene intenciones de seguir desarrollando su negocio inmobiliario en Perú.

7.5. Flujos de caja libre proyectados

Se utilizó el estado del resultado proyectado, el resultado operacional o EBIT, a esos flujos se le restaron los impuestos a las ganancias (impuesto del 27,00%), lo que deja el EBIT (después de impuestos), para que a este se le suman las depreciaciones y amortizaciones estimadas, luego se le restan la inversión de reposición del Cuadro 57 y las nuevas inversiones (Cuadro 58). Más tarde, se asume que cuando hay liberación de CTON, se recurre a una visión conservadora. No obstante, como existe inversión y no liberación se suma la inversión en CTON. De esta forma, se estimó el flujo de caja libre (FCL) en el Cuadro 60.

Cuadro 60. Flujo de caja libre proyectado de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
EBIT (después de impuestos)	1.826	2.189	2.347	2.305	2.264
Depreciación y amortización	2.399	2.457	2.497	2.529	2.552
Inversión de reposición	(2.399)	(2.457)	(2.497)	(2.529)	(2.552)
Nuevas inversiones	(540)	(564)	(581)	(593)	-
Liberación (Inversión) de CTON	(47)	(33)	(24)	(19)	-
Flujos de caja libre	1.239	1.592	1.742	1.692	2.264

Fuente: Elaboración propia.

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

Con los datos e información anterior, se estimó el valor total de los activos, junto con esto también el precio de la acción de Ripley.

8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Con los flujos de caja (FCL) del Cuadro 60, en el último periodo, debido a que se estableció una perpetuidad sin crecimiento. Se calculó el valor terminal, de la siguiente forma:

$$\text{Valor terminal}_t = \frac{FCL_{t+1}}{K_o}$$

$$\text{Valor terminal}_{2026} = \frac{2.264}{4,37\%}$$

$$\text{Valor terminal}_{2026} = 51.857$$

Luego, fue necesario traer el flujo de cada periodo a diciembre de 2021, incluyendo el valor terminal, descontando los flujos al costo de capital (WACC del 4,37%):

$$VP_0 = \sum_{n=1}^{n=t} \frac{FCL_n}{(1 + K_o)^n} + \frac{\text{Valor terminal}_t}{(1 + K_o)^t}$$

$$VP_0 = \frac{1.239}{(1 + 4,37\%)^1} + \frac{1.592}{(1 + 4,37\%)^2} + \frac{1.742}{(1 + 4,37\%)^3} + \frac{1.692}{(1 + 4,37\%)^4} + \frac{2.264}{(1 + 4,37\%)^5} + \frac{51.857}{(1 + 4,37\%)^5}$$

$$VP_0 = 49.317$$

La explicación anterior, se resume en el Cuadro 61. Por lo que, se estima que Ripley es capaz de generar flujos operacionales por 49.543 MUF, traídos a diciembre de 2021.

Cuadro 61. Flujo de caja libre proyectado de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Dic-22(f)	Dic-23(f)	Dic-24(f)	Dic-25(f)	Dic-26(f)
Flujos de caja libre (FCL)	1.239	1.592	1.742	1.692	2.264
Valor terminal	-	-	-	-	51.857
FCL + Valor terminal	1.239	1.592	1.742	1.692	54.121
Valor presente total	49.317				

Fuente: Elaboración propia.

8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

En el Cuadro 62 se puede observar el exceso de CTON que tiene Ripley para fines del 2021. El CTON que estableció el Grupo a fines del 2021 (CTON real al 31 de diciembre de 2021), es el que va a requerir para el siguiente periodo. Sin embargo, dadas las proyecciones realizadas de Ripley, se estima que existe un exceso de CTON por 3.835 MUF. A causa, de que al multiplicar la mediana del RCTON (entre el 2017 y 2019) del Cuadro 32 por los ingresos operacionales proyectados al 2022 del Cuadro 38, se obtiene un menor CTON (CTON proyectado al 31 de diciembre 2021) que el real. De modo que se estima un exceso de CTON requerido.

Cuadro 62. Exceso de capital de trabajo operativo neto de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	
CTON real al 31 de diciembre de 2021	4.880
CTON proyectado al 31 de diciembre 2021	1.045
Exceso o Déficit de CTON	3.835

Fuente: Elaboración propia.

8.3. Activos prescindibles y otros activos

En el Cuadro 63 se puede apreciar la composición de los activos prescindibles a finales del 2021. Es importante aclarar que, ambas partidas que componen a los activos no operacionales corrientes provienen de los negocios no bancarios. Esto debido a que las partidas son parte del giro bancario, por lo que para aquel segmento serían operacionales. Por lo que no se consideraron a nivel consolidado.

Cuadro 63. Activos prescindibles de Ripley para los años 2022-2026.

En MUF	Al 31-12-21
Activos no operacionales corrientes:	8.359
Efectivo y equivalente al efectivo	5.846
Otros activos financieros	2.513
Total	8.359

Fuente: Elaboración propia.

8.4. Valorización económica de la empresa

En el Cuadro 64, se puede observar el valor presente de los flujos de caja libre, descontado al costo de capital estimado del Cuadro 61. Al cual, se añadieron el exceso de CTON estimado (Cuadro 62) y los activos prescindibles y otros activos (Cuadro 63). El resultado fue el valor total de los activos de Ripley, el cual el mercado evalúa, ya que el valor de sus activos, es el valor de la empresa. Dadas las proyecciones, el valor de Ripley es de 61.511 MUF. Es decir, considerando los flujos de caja que puede generar de sus operaciones, junto con sus activos (incluyendo CTON), se estima que sería cuanto vale en el mercado.

Si al valor total de los activos se le resta la deuda financiera, que corresponde a la consolidada, debido a que los flujos del segmento bancario están contenidos en el valor presente de los FCL. Con esto, se obtiene el patrimonio económico estimado, lo que se traduce en el valor del patrimonio de Ripley. Luego al dividir el patrimonio económico en el número de acciones que el Grupo mantiene, se obtiene como precio estimado 116 CLP, siendo que el mercado le asignó como precio de acción 132 CLP a la misma fecha (Precio acción real en CLP). Es decir, el precio estimado de la acción es un 11,98% menor que el precio de la acción en el mercado (real). Lo que es aceptable (la diferencia de precios), ya que el rango de error de la presente valoración es del 20% superior o inferior al precio de acción real al 31 de diciembre de 2021.

Cuadro 64. Valor proyectado de los activos y precio de la acción de Ripley.

Al 31 de diciembre de 2021	
Valor presente FCL (en MUF)	49.317
Exceso (déficit) CTON (en MUF)	3.835
Activos prescindibles y otros activos (en MUF)	8.359
Valor total de activos (en MUF)	61.511
Deuda Financiera (en MUF)	54.238
Patrimonio económico (en MUF)	7.273
Número de acciones (en miles)	1.936.052
Precio acción estimado (en MUF)	0,004
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	116
Precio acción real en CLP	132
Diferencia de precios (en %)	-11,98%

Fuente: *Elaboración propia.*

8.5. Análisis de sensibilidad

Se utilizaron dos criterios, el primero es sensibilizar la valoración de Ripley a través del costo de capital, mientras que el segundo criterio es haciendo uso de la tasa de crecimiento de los ingresos del negocio bancario en Chile.

Se usó una variación de 25 puntos base (pbs), ya sea añadiendo (+ 25 pbs) al costo de capital estimado (Base) o restando (- 25 pbs), de forma acumulativa hasta llegar a una variación de 125 puntos base. En el Cuadro 65, se puede apreciar que el costo de capital o también llamado WACC es un tanto más sensible a medida que aumenta. Esto porque la variación del precio de la acción se hace mayor respecto a la base. Si el WACC aumenta, los flujos se descuentan a una mayor tasa, por lo que el valor presente de los FCL sería menor y el precio de la acción también. Incluso vemos que al restarle 125 puntos base al WACC estimado originalmente, el precio se reduce en un 103,41%. Mientras que al sumarle 125 puntos base al WACC, el precio se incrementa en un 100,97%.

Cuadro 65. Sensibilización por tasa de descuento de Ripley.

Var. (%)	Costo de capital	Precio de la acción	Var. (%) precio acción real
Base - 125 pbs	0,62%	266	100,97%
Base - 100 pbs	1,87%	212	60,59%
Base - 75 pbs	2,87%	172	30,31%
Base - 50 pbs	3,62%	144	8,72%
Base - 25 pbs	4,12%	125	-5,18%
Base	4,37%	116	-11,98%
Base + 25 pbs	4,62%	108	-18,69%
Base + 50 pbs	5,12%	90	-31,82%
Base + 75 pbs	5,87%	65	-50,84%
Base + 100 pbs	6,87%	33	-75,01%
Base + 125 pbs	8,12%	0	-103,41%

Fuente: Elaboración propia.

Utilizando el segundo criterio, el que se escogió debido a que el segmento bancario en Chile es el que ha presentado el mayor aporte en EBITDA de forma histórica, como se puede consultar en el Cuadro 28 (Mediana 2017-2019 del % sobre total). En el Cuadro 66, se puede observar la variación que se le asignó a la tasa de crecimiento de los ingresos de aquel negocio, en 25 puntos base.

Cuadro 66. Variación de la tasa de crecimiento del negocio bancario de Ripley (en Chile) para los años 2022-2026.

Var. (%)	2022(f)	2023(f)	2024(f)	2025(f)	2026(f)	Promedio
Base - 125 pbs	-10,65%	-10,65%	-10,65%	-10,65%	-10,65%	-10,65%
Base - 100 pbs	-9,40%	-9,40%	-9,40%	-9,40%	-9,40%	-9,40%
Base - 75 pbs	-8,40%	-8,40%	-8,40%	-8,40%	-8,40%	-8,40%
Base - 50 pbs	-7,65%	-7,65%	-7,65%	-7,65%	-7,65%	-7,65%
Base - 25 pbs	-7,15%	-7,15%	-7,15%	-7,15%	-7,15%	-7,15%
Base	-6,90%	-6,90%	-6,90%	-6,90%	-6,90%	-6,90%
Base + 25 pbs	-6,65%	-6,65%	-6,65%	-6,65%	-6,65%	-6,65%
Base + 50 pbs	-6,15%	-6,15%	-6,15%	-6,15%	-6,15%	-6,15%
Base + 75 pbs	-5,40%	-5,40%	-5,40%	-5,40%	-5,40%	-5,40%
Base + 100 pbs	-4,40%	-4,40%	-4,40%	-4,40%	-4,40%	-4,40%
Base + 125 pbs	-3,15%	-3,15%	-3,15%	-3,15%	-3,15%	-3,15%

Fuente: Elaboración propia.

Se utilizó el promedio de las tasas del Cuadro 66, para poder determinar los valores del Cuadro 67. Se debe explicar que se establece como base a la mediana del EBITDA anual del negocio

bancario en Chile sobre el EBITDA consolidado (entre 2017 y 2019) del Cuadro 28, para compararlo con la mediana del EBITDA anual proyectada (Mediana var (%) con EBITDA base), utilizando la variación de la tasa de crecimiento de los ingresos del negocio. Se puede decir que el precio de la acción es más sensible a una tasa de crecimiento menor o a un decrecimiento mayor de los ingresos del negocio. Como también el EBITDA varía más o es más afectado con un menor crecimiento de los ingresos del negocio en cuestión. Es decir, la tasa de crecimiento de los ingresos del negocio bancario de Ripley en Chile ejerce influencia importante en las estimaciones del precio de la acción y en sus márgenes. El mercado castiga más a Ripley, cuando el crecimiento de los flujos del negocio bancario es menor, dado que sus márgenes serían menores, lo que significa menos capacidad de generación de flujos (si se mantuviera constante la deuda).

Cuadro 67. Resumen de sensibilización por tasa de crecimiento del negocio bancario de Ripley (en Chile) para los años 2022-2026.

Var. (%)	Promedio tasa de creci. ing.	Mediana var. (%) EBITDA base 2022-2026	Precio de la acción	Var. (%) precio acción real
Base - 125 pbs	-10,65%	-2,28%	80	-39,49%
Base - 100 pbs	-9,40%	-1,54%	92	-30,79%
Base - 75 pbs	-8,40%	-0,93%	101	-23,50%
Base - 50 pbs	-7,65%	-0,47%	109	-17,83%
Base - 25 pbs	-7,15%	-0,16%	114	-13,95%
Base	-6,90%	0,00%	116	-11,98%
Base + 25 pbs	-6,65%	0,16%	119	-9,99%
Base + 50 pbs	-6,15%	0,48%	124	-5,95%
Base + 75 pbs	-5,40%	0,96%	133	0,27%
Base + 100 pbs	-4,40%	1,62%	144	8,85%
Base + 125 pbs	-3,15%	2,47%	159	20,08%

Fuente: Elaboración propia.

BIBLIOGRAFÍA

Ripley Corp S.A. (2020). *Memoria Anual Ripley Corp.* Disponible en CMF y en Ripley Inversionistas:

Ripley Corp S.A. (2021). *Memoria Anual Ripley Corp.* Disponible en CMF y en Ripley Inversionistas:

<https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2022/04/Memoria-Ripley-Corp-2021.pdf>

Ripley Corp S.A. (2021). *Estados financieros consolidados correspondientes a los ejercicios terminados al 31 de diciembre de 2021 y 2020.* Disponible en CMF y en Ripley Inversionistas.

Ripley Corp S.A. (2019). *Estados financieros consolidados correspondientes a los ejercicios terminados al 31 de diciembre de 2019 y 2018.* Disponible en CMF y en Ripley Inversionistas.

Ripley Corp S.A. (2019). *Estados financieros consolidados correspondientes a los ejercicios terminados al 31 de diciembre de 2017 y 2016.* Disponible en CMF y en Ripley Inversionistas.

CCS, (2021). *Se estabiliza el crecimiento del retail global, Chile sigue liderando, aunque se desacelera.* Disponible en:

<https://www.ccs.cl/2021/11/18/se-estabiliza-crecimiento-del-retail-global-chile-sigue-liderando-aunque-se-desacelera/>

CMF. (2022). *Comisión informa el desempeño de bancos y cooperativas supervisadas a diciembre de 2021.* Disponible en:

<https://www.cmfchile.cl/portal/prensa/615/w3-article-50168.html>

SII. (2021). Tasas de primera categoría. Disponible en:

https://www.sii.cl/preguntas_frecuentes/renta/001_002_4708.htm

SII. (2017). Valores de UF. Disponible en:

https://www.sii.cl/valores_y_fechas/uf/uf2017.htm

Nogales, D. (2022). *La economía chilena cerró 2021 con un crecimiento de 11,7%, el más alto desde que existen registros*. La Tercera. Disponible en:

<https://www.latercera.com/pulso/noticia/la-economia-chilena-cerro-2021-con-un-crecimiento-de-117-el-mas-alto-desde-que-existen-registros/OROJ25BQHZDQ7NEUBW3QXV3RSI/>

Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.

Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*.

Aswath, D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.

Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26 (4), 106-117.

Ripley Corp S.A. (2019). *Reporte de resultados Ripley Corp 4to trimestre 2019*. Disponible en:

https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2020/03/An%C3%A1lisis_Razonado99579730_201912.pdf

Banco central Chile. (2021). *Tasas de interés*. Disponible en:

https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T312?cbFechaDiaria=2021&cbFrecuencia=BUSINESS&cbCalculo=NONE&cbFechaBase=

CEPAL. (2018). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*. Disponible en: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44326/128/BPE2018_Chile_es.pdf

INEI. (2020). *Panorama de la economía peruana 1950-2019*. Disponible en:

https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1726/Libro.pdf

Ripley Corp S.A. (2020). *Reporte de resultados Ripley Corp 3er trimestre 2020*. Disponible en:

<http://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2020/11/AR-Corp-3T2020-27.11.2020-VF.pdf>

Ripley Corp S.A. (2018). *Reporte de resultados Ripley Corp 4to trimestre 2018*. Disponible en: https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2019/04/An%C3%A1lisis-Razonado-Ripley-Corp-4T18_VFF.pdf

BBC News Mundo. (2020). *Coronavirus: Perú decreta cuarentena general en el país y el cierre de fronteras durante 15 días ante la pandemia de covid-19*. Disponible en: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-51902989>

CCS. 2022. (Noticias), *Ventas del retail cerraron el año 2021 con un crecimiento histórico de 28%*. Disponible en: <https://www.ccs.cl/2022/02/02/ventas-del-retail-cerraron-el-ano-2021-con-un-crecimiento-historico-de-28/>

Ripley Corp S.A. (2020). *Reporte de resultados Ripley Corp segundo trimestre 2021*. Disponible en: <https://ripleyinversionistas.cl/wp-content/uploads/2021/08/AR-Corp-2T2021-27.08.2021-VF.pdf>

Banco Central. 2022. (Nota de prensa) *Banco central publicó informe de política monetaria (IPoM) de marzo de 2022*. Disponible en: https://www.bcentral.cl/documents/33528/133208/np30032022_ipom.pdf/3e768918-5eda-5aa6-a337-59480044dc83?t=1648638934193

Banco Central de la Reserva del Perú (2022). *Reporte de inflación Marzo 2022*. Disponible en: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2022/marzo/report-de-inflacion-marzo-2022.pdf>

CNC. (2022). (Noticias) *Tras un buen cierre del 2021, los sectores del Comercio, Restaurantes y Hoteles esperen este año un primer semestre más difícil, marcando así el índice de confianza un muy leve optimismo*. Disponible en: <https://www.cnc.cl/tras-un-buen-cierre-del-2021-los-sectores-del-comercio-restaurantes-y-hoteles-esperan-este-ano-un-primer-semester-mas-dificil-marcando-asi-el-indice-de-confianza-un-muy-leve-optimismo/>

Euromonitor International. (2022). *Department Stores in Chile*. Disponible en:

<https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

Euromonitor International. (2022). *Department Stores in Perú*. Disponible en:

<https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

Banco de Reserva del Perú. (2022). *Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2022-2025* (IAPM). Disponible en:

https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/3055662/IAPM_2022_2025.pdf.pdf

Huayhuas, M. (2022). *Leslie Passalacqua: “La omnicanalidad es el futuro del retail”*. La Cámara.

Disponible en: <https://lacamara.pe/leslie-passalacqua-la-omnicanalidad-es-el-futuro-del-retail/>

BCI. (2022). Corredora de bolsa. *Ripley*. Disponible en: <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-retail/products/ripley>

Statista. (2022). *Evolución anual de la tasa de inflación en Chile desde 2015 hasta 2027*.

Disponible en: <https://es.statista.com/estadisticas/1189953/tasa-de-inflacion-chile/#:~:text=En%202021%2C%20la%20tasa%20de,cifra%20de%20alrededor%20del%203%25.>

Statista. (2022). *Evolución anual de la tasa de inflación en Perú desde 2015 hasta 2027*.

Disponible en: <https://es.statista.com/estadisticas/1190212/tasa-de-inflacion-peru/#:~:text=En%202021%2C%20la%20tasa%20de,hasta%20un%205%2C46%25.>

Euromonitor International. (2021). *Consumer Credit in Perú*. Disponible en:

<https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

Euromonitor International. (2021). *Consumer Credit in Chile*. Disponible en:

<https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

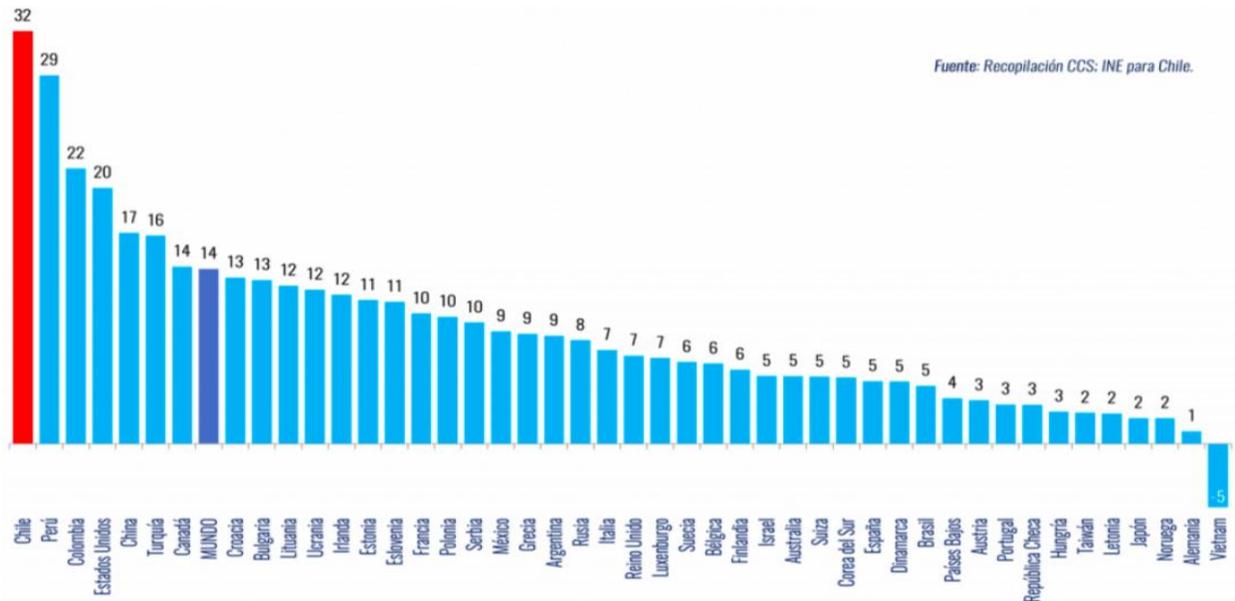
ANEXOS

Anexo 1. 12 principales accionistas de Ripley Corp S.A. a diciembre de 2021.

Nombre o razón social	Número de acciones suscritas y pagadas	% de participación
Inversiones R Matriz Limitada	829.306.893	42,83%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	109.199.370	5,64%
BTG Pactual Chile S.A.C. De B	98.585.139	5,09%
BCI C De B S.A.	64.829.942	3,35%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Acción	61.584.410	3,18%
AFP Habitat S A para Fdo Pensión C	42.708.737	2,21%
AFP Provida S.A. para Fdo. Pensión C	36.427.360	1,88%
PSK SPA	35.841.221	1,85%
CK EMC SPA	35.841.221	1,85%
DCK SPA	35.841.220	1,85%
Bolsa De Comercio de Santiago Bolsa de Valores	31.492.185	1,63%
Santander Corredores De Bolsa Limitada	30.311.360	1,57%

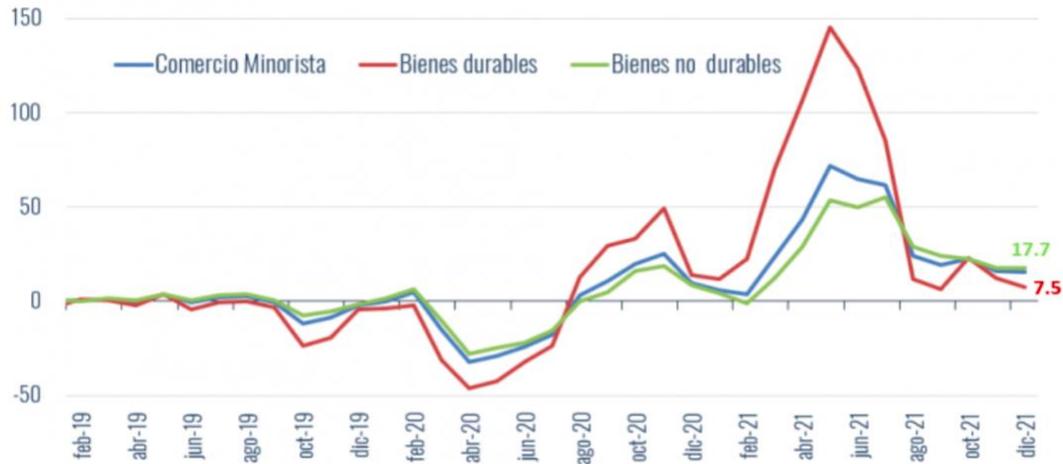
Fuente: CMF

Anexo 2. Variación acumulada real anual (%) de venta del retail para Enero-Septiembre 2021.



Fonte: CCS

Anexo 3. Ventas del comercio al por menor (crecimiento anual; %), para los años 2019-2021.



Fonte: CCS con cifras del INE.

Anexo 4. Antecedentes generales de bono emitido por Ripley Corp S.A.

Antecedentes	Bono
Nemotécnico	BRPLC-J
Fecha de emisión	01-09-17
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	01-09-38
Tipo de bono	Bullet
Clasificación de riesgo	A+

Fuente: Thomson Reuters Eikon.

Anexo 5: Relevancia de otras ganancias (pérdidas) de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En % sobre ingresos	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Mediana 2017-2019
Retail Chile	0,16%	0,17%	-0,59%	0,01%	0,00%	0,16%
Inmobiliario Chile	24,77%	48,54%	1520,02%	1972,03%	1918,08%	48,54%
Bancario Chile	0,12%	-0,06%	-0,19%	-0,63%	-0,70%	-0,06%
Retail Perú	0,22%	-0,19%	-0,26%	-0,11%	-0,09%	-0,19%
Inmobiliario Perú	35,94%	4,62%	146,34%	18,04%	14,96%	35,94%
Bancario Perú	-0,12%	-0,05%	-0,56%	-0,29%	-0,49%	-0,12%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

Anexo 6: Composición de estado de resultado de Ripley Corp S.A. para los años 2017-2021.

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Ingresos ordinarios	62.486	61.745	61.018	51.553	66.540
Costo de venta	(39.509)	(38.682)	(39.520)	(35.805)	(44.256)
Resultado bruto	22.977	23.063	21.499	15.748	22.284
Gastos de admini. Y costo de distrib.	(20.185)	(20.299)	(20.248)	(17.447)	(17.962)
Otras ganancias (pérdidas)	327	178	3.433	312	293
Resultado operacional (1)	3.127	2.942	4.683	(1.388)	4.622
Ingresos financieros	136	99	88	49	63
Costos financieros	(834)	(772)	(1.307)	(1.435)	(1.381)
Participación en asociadas	1.395	1.008	1.000	(595)	226
Diferencias de cambio	(33)	(37)	210	(260)	(73)
Resultado por unidades de reajuste	(42)	19	21	36	(158)
Resultado antes de impuestos	3.751	3.259	4.695	(3.593)	3.298
Impuesto a las ganancias	(1.013)	(880)	(1.268)	970	(890)
Resultado neto	2.738	2.379	3.427	-2.623	2.408
Depreciación y amor.	1.472	1.514	2.350	2.316	2.107
EBITDA	4.600	4.456	7.033	928	6.729

(1) Incluye ajustes de consolidado (oficinas entras).

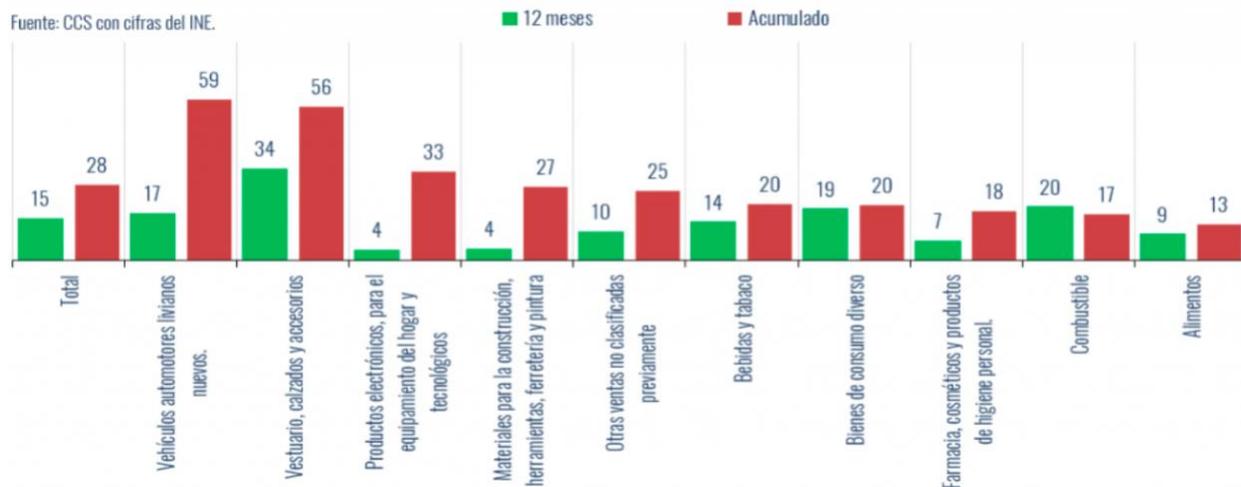
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Ripley Corp S.A. de 2017, 2019 y 2021.

Anexo 7: Inflación real histórica y sus expectativas para los años 2022-2026.

Año	Inflación Chile	Inflación Perú	Expecta. Inflación Chile	Expectativas inflación Perú
2010	1,40%	2,08%		
2011	3,30%	4,74%		
2012	3,00%	2,65%		
2013	1,70%	2,86%		
2014	4,60%	3,22%		
2015	4,35%	3,55%		
2016	3,79%	3,59%		
2017	2,18%	2,80%		
2018	2,32%	1,32%		
2019	2,25%	2,14%		
2020	3,04%	1,83%		
2021	4,52%	3,98%		
2022			8,20%	3,90%
2023			3,40%	3,10%
2024			3,00%	2,51%
2025			3,00%	2,14%
2026			3,00%	2,02%

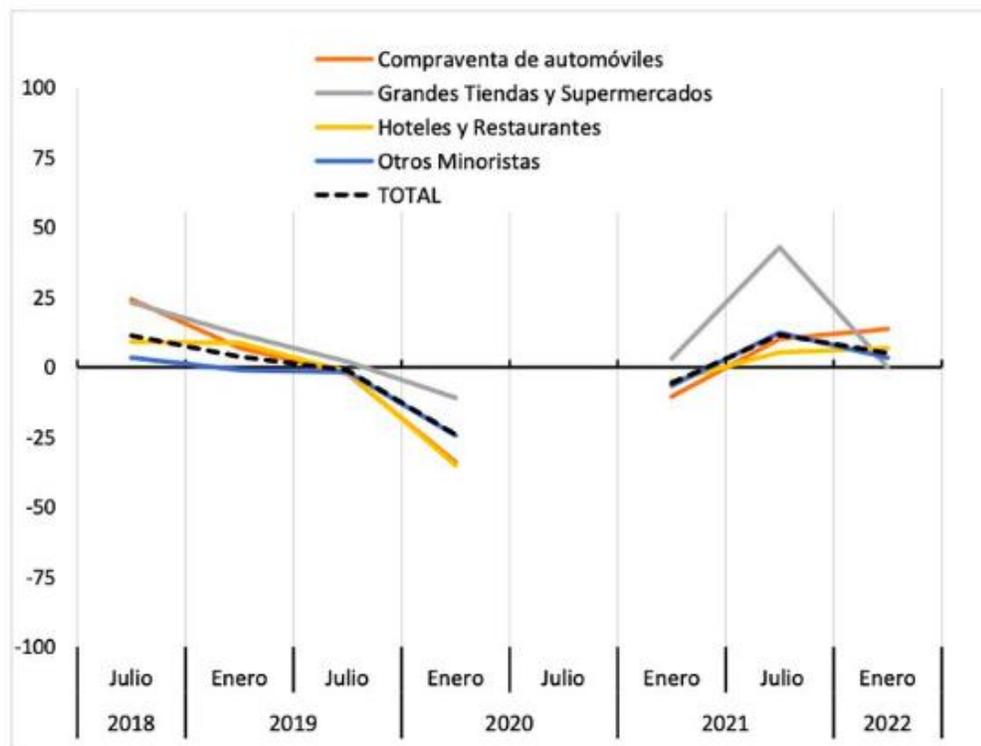
Fuente: Banco Central de Chile, Banco Central de la Reserva del Perú y Statista.

Anexo 8. Ventas del retail diciembre 2021.



Fuente: CCS con cifras del INE.

Anexo 9: Índice de confianza del comercio, hoteles y restaurantes, para los años 2018-2022.



Fuente: Departamento de estudios CNC.

Anexo 10: Crecimiento de las ventas de subindustria tiendas por departamentos y Ripley para los años 2022-2026 .

En %	2022(f)	2023(f)	2024(f)	2025(f)	2026(f)
Subindustria Chile (10)	15,10%	11,70%	9,20%	8,10%	6,90%
Subindustria Perú (10)	24,30%	6,90%	5,10%	4,60%	4,00%
Ripley Chile (11)	11,70%	-	-	-	-
Ripley Perú (11)	-0,70%	-	-	-	-
Ripley Consolidado (11)	-2,40%	-	-	-	-

(f) Forecast o estimado.

(10) Corresponde a las estimaciones de Euromonitor, en términos nominales.

(11) Corresponde a las estimaciones de la corredora de bolsa del BCI, en términos nominales, para la compañía de forma consolidada y de negocio de retail (Ripley Chile y Ripley Perú).

Fuente: Euromonitor, BCI.

Anexo 11: Cálculo de estimaciones de terceros en términos reales.

Para los cálculos de los ingresos operacionales proyectados del negocio de retail, se contó con tasas de crecimiento publicadas por la corredora de bolsa del BCI, en términos nominales, por lo que se convirtieron a tasas en términos reales. Para el negocio de retail en Chile, el BCI proyectó un decrecimiento del 11,70% nominal en el 2022 y la expectativa del Banco Central respecto a la inflación anual es del 8,20%, lo cual permitió estimar la estimación del BCI en términos reales con datos del Anexo 7, de la siguiente manera:

$$Tasa\ real\ anual = \frac{(1 + tasa\ nominal)}{(1 + inflación\ anual)} - 1$$

$$Tasa\ real\ 2022 = \frac{(1 - 11,70\%)}{(1 + 8,20\%)} - 1$$

$$Tasa\ real\ 2022 = -18,39\%$$

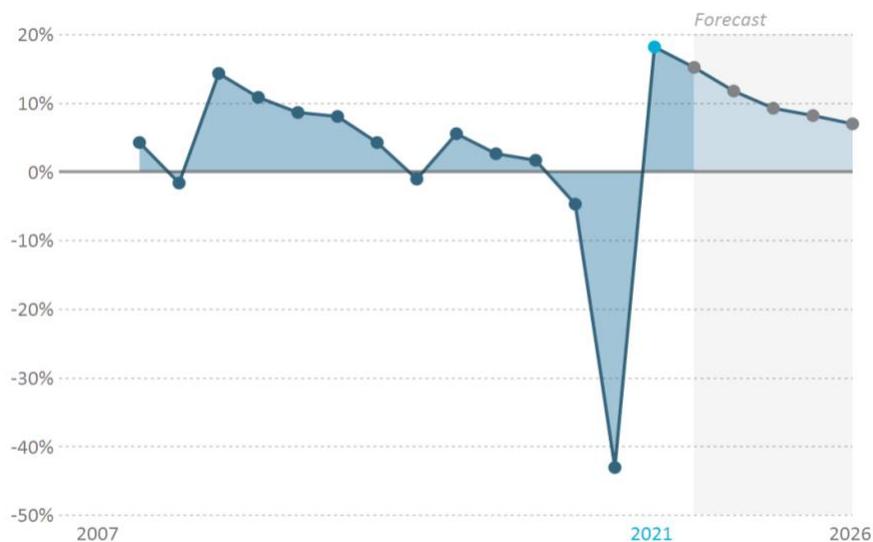
El BCI estimó el crecimiento de las ventas del segmento de retail de Ripley para Perú en -0,70% nominal y la expectativa de acuerdo con el BCRP de la inflación anual real es de 3,90%, lo que permite un decrecimiento de sus ventas del 4,43% para aquel negocio, de la siguiente forma:

$$Tasa\ real\ 2022 = \frac{(1 - 0,07\%)}{(1 + 3,90\%)} - 1$$

$$BCI\ real\ 2022 = -4,43\%$$

Las ventas de Ripley a nivel consolidado, el BCI las estimó con un decrecimiento del 2,40% nominal para el 2022, lo que se estimó en un -9,80% real (utilizando la inflación de Chile) y un decrecimiento del 6,06% real (utilizando la inflación de Perú) a través del mismo proceso anterior.

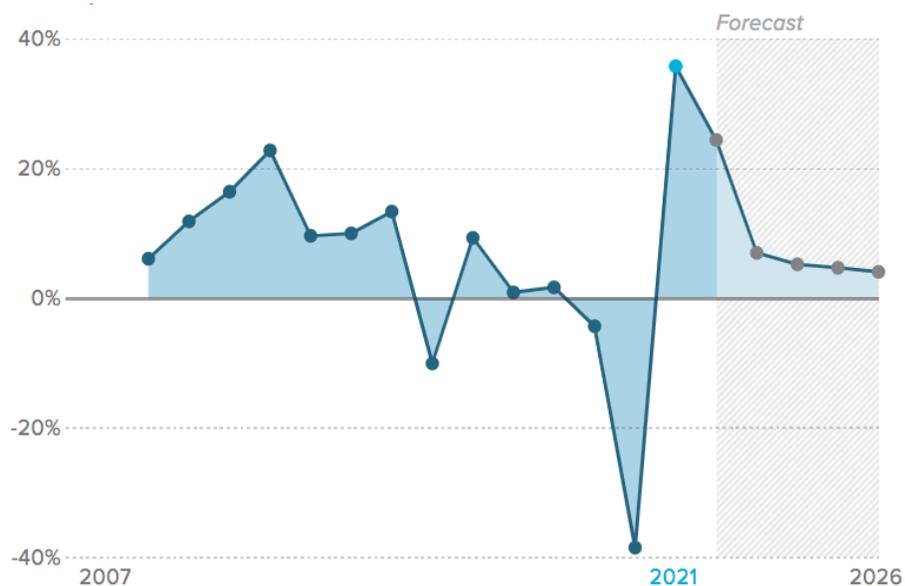
Anexo 12: Crecimiento de las ventas de tiendas por departamentos en Chile (% Valor RSP* 2007-2026).



(*) RSP corresponde a Retail Selling Price, lo que se comprende como la utilización de los valores de precios finales al consumidor.

Fuente: Euromonitor International.

Anexo 13: Crecimiento de las ventas de tiendas por departamentos en Perú (% Valor RSP* 2007-2026).



(*) RSP corresponde a Retail Selling Price, lo que se comprende como la utilización de los valores de precios finales al consumidor.

Fuente: Euromonitor International.

Anexo 14: Cálculo de TCAC de Banco Ripley.

Se obtuvo la TCAC del -6,21% de Banco Ripley Chile, desde 2016 a 2021, de la siguiente forma:

$$Banco\ Ripley\ Chile_{TCAC\ 2016-2021} = \left(\frac{Ingreso\ Banco\ Ripley\ 2021}{Ingreso\ Banco\ Ripley\ 2016} \right)^{\frac{1}{6}} - 1$$

$$Banco\ Ripley\ Chile_{TCAC\ 2016-2021} = \left(\frac{7.256}{10.663} \right)^{\frac{1}{6}} - 1$$

$$Banco\ Ripley\ Chile_{TCAC\ 2016-2021} = -6,21\%$$

De la misma forma anterior, se obtuvo la TCAC real desde 2016 a 2021 para Banco Ripley en Perú (-10,93%).