

Ripley Chile S.A.

Agosto 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Tendencia	Categoría AA-Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Andrés Silva P. 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
Clasificación Anterior	Categoría AA-		
EEFF base	30 de junio de 2009	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos	Nº 543 de 07.08.2008
Serie D	25.03.2009
Serie E	12.06.2009
Serie F	12.06.2009

Estado de Resultados Consolidado *					
Cifras en MM\$ a junio 2009	2005	2006	2007	2008	Jun - 2009
Ingreso Operacional	672.083	701.324	747.794	722.047	316.230
Costo Explotación	-396.988	-400.408	-426.197	-442.981	-220.432
Gasto Admin. y Venta	-218.688	-234.333	-273.855	-230.135	-117.887
Resultado Operacional	56.406	66.583	47.741	48.931	-22.089
Resultado No Operacional	-35.635	-16.815	-40.473	-35.499	29.051
Utilidad Neta	18.620	43.424	4.039	11.781	16.449

Balance General Consolidado *					
Cifras en MM\$ a junio 2009	2005	2006	2007	2008	Jun - 2009
Activo Circulante	427.472	428.468	513.335	492.852	491.011
Activo Fijo	156.314	184.224	225.362	235.481	206.353
Otros Activos	124.744	176.688	220.138	278.337	244.281
Total Activos	708.530	789.380	958.836	1.006.670	941.645
Pasivo Circulante	181.556	229.386	251.180	192.080	260.234
Pasivo Largo Plazo	142.945	143.413	309.698	257.748	208.897
Interés Minoritario	1.447	211	157	98.855	187
Patrimonio	382.582	416.370	397.801	457.987	472.327
Total Pasivos	708.530	789.380	958.836	1.006.670	941.645

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Ripley Chile S.A. es la matriz de un grupo de empresas orientadas a la actividad comercial, la cual se desarrolla a través de tres áreas: *Retail* (tiendas por departamento); Financiero (principalmente para apoyar las ventas a crédito de sus tiendas) e Inmobiliario (participación en la propiedad y administración de centros comerciales). Para estos efectos se han constituido diferentes empresas interrelacionadas y complementarias entre sí.

Según la última información financiera disponible, el emisor presenta activos por alrededor US\$ 1.770 millones, de los cuales el 17% corresponden a deudores por ventas y documentos por cobrar de corto y largo plazo (básicamente negocio financiero). A igual fecha, su pasivo financiero y patrimonio asciende a US\$ 883 millones y US\$ 888 millones, respectivamente. En cuanto a sus ingresos anuales, éstos alcanzan los US\$ 1.290 millones, generando un *ebitda* de aproximadamente US\$ 48 millones (año móvil a junio de 2009).

Las principales fortalezas de **Ripley Chile S.A.**, que sirven como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en **Categoría AA-**, dicen relación con la posición de mercado consolidada que ostenta la empresa dentro de su rubro; el elevado reconocimiento de la marca comercial "Ripley" en Chile; y una cartera de clientes atomizada, que diversifica el riesgo de la empresa y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la adecuada cobertura de ventas y la amplia red de proveedores con que cuenta el negocio de *retail* y la existencia de alternativas a los mismos. Asimismo se considera como positiva la asociación de la compañía con el conglomerado Mall Plaza en la construcción de nuevos centros comerciales, así como la inclusión dentro de los mismos de Ripley como "tienda ancla".

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída fundamentalmente por la intensificación de la competencia directa e indirecta (representada por conglomerados de mayor tamaño que el emisor) y por la posible entrada de operadores internacionales (lo cual incrementaría aún más los niveles de competencia al interior de la industria).

Otro factor de riesgo es la sensibilidad de la demanda en épocas recesivas que afecta tanto el riesgo crediticio de su cartera de deudores como los niveles de venta en el área comercial (en especial en lo relativo a los bienes prescindibles).

Por otra parte, en opinión de la clasificadora, las condiciones imperantes en el mercado generan la necesidad de crecimiento en las empresas del sector (con el objeto de no perder participación de mercado y aprovechar de mejor forma las economías de escala) situación que debiera implicar mayores necesidades de financiamiento, en particular en el capital de trabajo para sostener el negocio crediticio.

La perspectiva de la clasificación se califica en "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

Es importante destacar que en los últimos años (2007 – 2008) se observó una baja en la rentabilidad del negocio lo cual collevó a tomar medidas que revirtieran dicha situación (por ejemplo, proceso de optimización de costos y reenfoque del negocio financiero). En opinión de **Humphreys**, a futuro tales acciones debieran repercutir favorablemente en los márgenes de la operación, independiente que a la fecha, producto de un entorno económico desfavorable, dichas medidas no se reflejen en sus resultados de la empresa.

A futuro, la clasificación de los bonos podría verse favorecida en la medida que las condiciones imperantes en el mercado reduzcan la necesidad de crecimiento de la empresa o, en su defecto, dicho crecimiento sea abordado con una menor relación entre nivel de deuda y flujos ya consolidados.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos, se hace necesario que la empresa, además de no alterar significativamente su endeudamiento relativo, lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acordes con los nuevos riesgos que se están asumiendo. En particular, se requiere que, superada la crisis, se observe un aumento en la rentabilidad de la empresa.

Definición Categoría de Riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y Fortalezas

Posición y Reconocimiento de Marca: **Ripley** es una de las tres principales tiendas por departamento de Chile, con el 27% de participación de mercado. Asimismo, la marca "Ripley" se encuentra fuertemente posicionada en el mercado y es ampliamente reconocida por los consumidores (45 años desde la inauguración de la primera tienda Ripley), situación que es reforzada por una activa campaña publicitaria. El mercado, en términos de venta, se caracteriza por la presencia de un claro líder, seguidos por dos grandes tiendas por departamentos, entre ellas Ripley, y un número no elevado de tiendas comerciales de menor tamaño dentro de las que se incluyen pequeñas cadenas de provincias.

Amplia Cartera de Clientes: La tarjeta de crédito de la sociedad (tarjeta Ripley) le permite acceder en forma directa a una amplia base de clientes. Asimismo, el crédito otorgado favorece la fidelidad y permanencia de los consumidores. La existencia de más de cinco millones de tarjetas emitidas, reducen el riesgo crediticio al facilitar un comportamiento estadísticamente normal de la cartera de deudores. Además, la compañía cuenta con el seguimiento del comportamiento de pago de todos sus clientes, con lo cual, son capaces de diseñar y ofrecer productos específicos, acotando el riesgo asociado a cada uno de ellos, incluyendo incluso a aquellos clientes que no poseen actividad en sus tarjetas.

Adecuada Cobertura de Ventas: La cantidad de locales comerciales con que cuenta el *holding* y la cobertura territorial de los mismos, disminuye en términos comparativos los efectos negativos de eventuales bajas en los niveles de actividad de determinados puntos de ventas. En

la actualidad, Ripley presenta una amplia cobertura con 40 tiendas, de las cuales 18 están ubicadas en la Región Metropolitana.

Amplia Red de Proveedores y Capacidad de Oferta: La amplia red de proveedores con que cuenta el *holding* y la existencia de alternativas a los mismos, asegura un adecuado abastecimiento para la compañía y una baja dependencia ante la conducta de aquellos. Asimismo, la amplia gama de productos ofrecidos la convierten en un centro de compra de interés para los consumidores.

Factores de Riesgo

Alto Nivel de Competencia: La fuerte competencia que presentan las tres principales tiendas por departamentos en Chile, lo que en la práctica se ha traducido en una oferta relativamente homogénea, hace al emisor altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión a los márgenes de venta obliga a la necesidad de crecer y de poder acceder a economías de escala. Actualmente, **Ripley** disputa el segundo lugar entre las grandes tiendas con Paris, perteneciente al grupo Cencosud. Tampoco se debe desconocer la que las cadenas de hipermercado mantienen áreas para la venta de vestuario.

Necesidad de Mantener y Administrar el Crecimiento: La industria en la que se desenvuelve la compañía esta en constante expansión, por lo que es necesario que la empresa tenga los recursos necesarios para poder realizar el crecimiento que le permita seguir siendo competitiva. En el caso de **Ripley Chile**, este crecimiento esta dado por llegar a ciudades en que aun no tiene presencia, adaptando los formatos en que esta presente a las diferentes realidades locales. Este crecimiento implica inversiones en nuevos puntos de ventas, al financiamiento de mayores volúmenes de cuentas por cobrar, y al mejoramiento continuo de la administración de inventarios y de aspectos logísticos. Lo anterior se encuentra atenuado por la asociación con el grupo Plaza, lo cual le permite a la compañía acceder a ubicaciones de alto flujo para sus futuros proyectos de centros comerciales.

Intensificación del Negocio Crediticio: La empresa ha promovido un mayor uso de su tarjeta comercial (comercio asociado, por ejemplo), por lo cual se ha intensificado el riesgo del negocio financiero. Por lo anterior, se ve incrementada la necesidad de un manejo adecuado de su liquidez. Lo anterior se refleja en que dentro de los últimos doce meses los ingresos financieros crecieron en un 21% mientras que el ingreso total solo en 6,1%. Es importante destacar que la compañía enfrenta un proceso de mitigación de su riesgo financiero, a través de adecuación de

cupos y restricción de productos (por ejemplo el Avance y Super Avance o compras en tres cuotas precio contado). No obstante lo anterior, la compañía debe enfrentar los costos asociados a tener una cartera actualmente riesgosa, con el consiguiente deterioro de sus resultados como consecuencia de mayores provisiones. Lo anterior ha repercutido negativamente en los resultados actuales de la compañía, que a junio de 2009 presenta un resultado operacional negativo, generado mayoritariamente por su negocio financiero.

Sensibilidad del Consumidor Ante Ciclos Económicos Recesivos: La demanda de la industria está fuertemente ligada a la actividad económica del país. De hecho, las ventas al detalle, orientadas al mercado de personas, se ven resentidas en períodos recesivos o de alto nivel de desempleo, en especial cuando se trata de productos prescindibles, lo que afecta las ventas del comercio en general. Igual característica presenta el comportamiento crediticio de los deudores, aumentando la tasa de mora de los mismos. Adicionalmente, y en contraste a sus pares, **Ripley** no participa en el negocio alimenticio (Supermercados), por lo cual sus ventas están menos aisladas al ciclo económico que otros actores del sector.

Dependencia de los Puntos de Ventas: Una de las principales características de la venta al detalle es la ubicación de los puntos de ventas. Por lo tanto, cualquier situación negativa (disminución de la concurrencia) que afecte a los centros comerciales en donde se ubican las tiendas **Ripley** necesariamente repercutirá sobre las ventas.

Exposición Cambiaria: Parte de las compras de la entidad son adquiridos en países extranjeros, situación que hace sensible a la empresa ante fluctuaciones en las paridades cambiarias.

Antecedentes Generales

Descripción del Negocio

Ripley nace en 1956 a través de la inauguración de la primera tienda de Calderón Confecciones, negocio de confección y venta al por menor. En 1964 se inaugura la primera tienda Ripley en pleno centro de Santiago. El año 1976 se comienza a operar con un sistema de crédito en cada sucursal.

En agosto de 2008, Ripley firmó una alianza con Mall Plaza en Chile donde se establece la opción de compra del 22,5% en tres centros comerciales en desarrollo (Alameda, San Bernardo y Padre

Hurtados, todos en la Región Metropolitana). Además durante el año 2007, se abrieron sucursales en Puerto Montt, La Calera, Maipú, y una segunda tienda en Chillán.

Actualmente Ripley está bajo el paraguas estructural de Ripley Corp, el cual incluye además la operación de la compañía en Perú. Asimismo, y de manera paralela el grupo posee bajo la misma marca la operación de Banco Ripley en Chile y Perú.

Ripley Chile contempla a la fecha tres líneas de negocio principales, que son la venta al detalle a través de sus tiendas por departamento, el negocio financiero a través de su tarjeta de crédito y finalmente la administración de centros comerciales.

Propiedad

Al 30 de junio de 2008, la propiedad de Ripley Chile se distribuía de la siguiente manera:

Nombre de Accionistas	Nº de acciones pagadas	Participación
Ripley Corp S.A.	217.403.651.751	99,99%
Sociedad de Grandes Inversiones Ltda.	14.547.528	0,01%

A su vez, Ripley Corp es controlada por la familia Calderón en un 80%, parte de la cual controla la cadena de *retail* Johnson's. Asimismo es importante mencionar la eventual participación del grupo Saieh dentro de la propiedad de la compañía (en desmedro de la participación de la familia Calderón), inversionista que mantiene intereses en el área bancaria e inmobiliaria, así como también en el retail, a través de la cadena de supermercados SMU.

Distribución de Ingresos

Ripley Chile S.A. es un *holding* empresarial que abarca tres áreas de negocios interrelacionadas y complementarias: *Retail*, Inmobiliario y Financiero (es importante destacar que las operaciones del Banco Ripley son independientes de Ripley Chile).

➤ Ripley Retail S.A.

Opera las tiendas por departamento de la cadena y a junio de 2009 sumaba 38 puntos de venta activos con una superficie total de ventas de 233 mil m², considerando sólo el área de ventas. Las ventas de las tiendas durante el año primer semestre de 2009 alcanzaron los \$ 209.688 millones, los que comparados con los \$ 239.018 millones a junio de 2008, implican una disminución de 12%, asociada a la desaceleración económica del periodo, y a menores ventas te

la temporada invierno por factores climáticos. La siguiente tabla presenta la variación real en el *Same Store Sales* para distintos períodos en las tiendas por departamento de Chile (en pesos chilenos):

	Año	9M	1S	1T	2T	3T	4T
2005	5,3%	8,6%	10,1%	6,7%	13,1%	5,5%	-1,6%
2006	-1,3%	-1,0%	-4,7%	-5,8%	-3,8%	1,7%	-2,1%
2007	-2,3%	0,2%	1,1%	1,0%	1,2%	-2,0%	-1,9%
2008	-17,5%	-16,6%	-11,9%	-9,6%	-13,2%	-20,8%	-19,4%
2009	-	-	-15,8%	-19,5%	-12,7%		

Otros factores que han afectado la venta de las tiendas de la compañía dicen relación con la política de la compañía por retirar productos del *mix* que producían altos ingresos para márgenes muy escasos. Asimismo las ventas se han afectado por los menores cupos en tarjeta entregados por parte de la compañía.

➤ **Ripley Inmobiliario S.A.**

Se dedica a la inversión en la construcción y desarrollo de centros comerciales, actualmente a través de la participación del 22,5% en la sociedad Nuevos Proyectos s.a. (perteneiente a Mall Plaza S.A.) con participación en 2 centros (Mall Plaza Sur y Mall Plaza Alameda). A través de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A (cuya propiedad comparte en forma igualitaria con París y Parque Arauco), participa en la propiedad de Mall Marina Arauco en Viña del Mar (33%) y Mall Curicó (33%).

En el sector de los centros comerciales existen además tres actores importantes. Uno de ellos es Cencosud, que cuenta con ocho centros comerciales. Mall Plaza (cuya propiedad pertenece en un 64,5% a Falabella) posee diez centros comerciales, de los cuales cinco se ubican en la Región Metropolitana, lo que lo convierte en el líder de la industria. El tercer actor es Parque Arauco, que cuenta con dos centros comerciales en la Región Metropolitana.

La compañía en abril de 2009 vendió los centros comerciales Mall Panorámico, Mall del Centro y Mall del Centro de Rancagua, debido a un cambio estratégico que quiere implementar la compañía en su negocio inmobiliario, donde privilegiará los *mall* en desarrollo por sobre los centros comerciales maduros. La transacción significó para **Ripley** una utilidad extraordinaria por \$ 46 mil millones.

➤ **Ripley Financiero:**

Está compuesto por varias empresas entre las que destacan:

- **Comercial Eccsa S.A.**

Está encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

- **Car S.A.**

Está encargada de administrar la cartera de clientes que posee la tarjeta Ripley. Su principal activo está constituido por las cuentas por cobrar a los deudores (usuarios de la tarjeta), los cuales se financian mediante préstamos de empresas relacionadas (Comercial Eccsa S.A.). Además, CAR posee una cartera con la cual va obteniendo recursos para su propia operación, además de los préstamos señalados.

- **Evaluadora de Créditos S.A.**

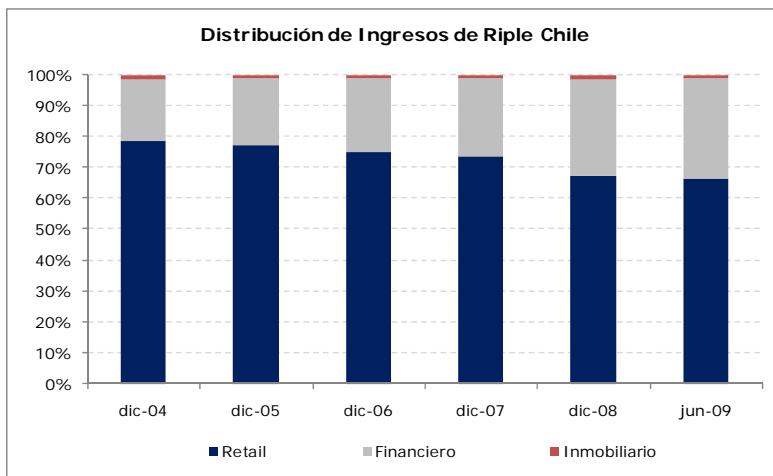
Está encargada de realizar la evaluación financiera a los clientes que solicitan la tarjeta y de administrar las líneas de crédito de los clientes que la poseen.

- **Sociedad de Cobranzas Payback S.A.**

Está encargada de llevar a cabo las gestiones de cobranza a los clientes de la tarjeta.

Ripley ha puesto especial énfasis en el desarrollo del negocio financiero a través de la tarjeta Ripley como medio de pago atractivo para sus clientes. Con esta tarjeta los clientes pueden adquirir sus compras en las tiendas Ripley o comprar en los comercios asociados a la tarjeta. Actualmente cuenta con más de 300 alianzas estratégicas, lo que permite el uso de la tarjeta en más de 4.700 establecimientos y puntos de venta asociados.

En términos de la distribución de los ingresos de la compañía, estos han ido cambiando su relación a medida que la compañía ha generado mayor cantidad de créditos y ventas a través de su tarjeta. Lo anterior se refleja en que a diciembre de 2004 los ingresos financieros representaban en torno al 20% del total de los ingresos de Ripley Chile, mientras que a la fecha, éstos superan el 32%.

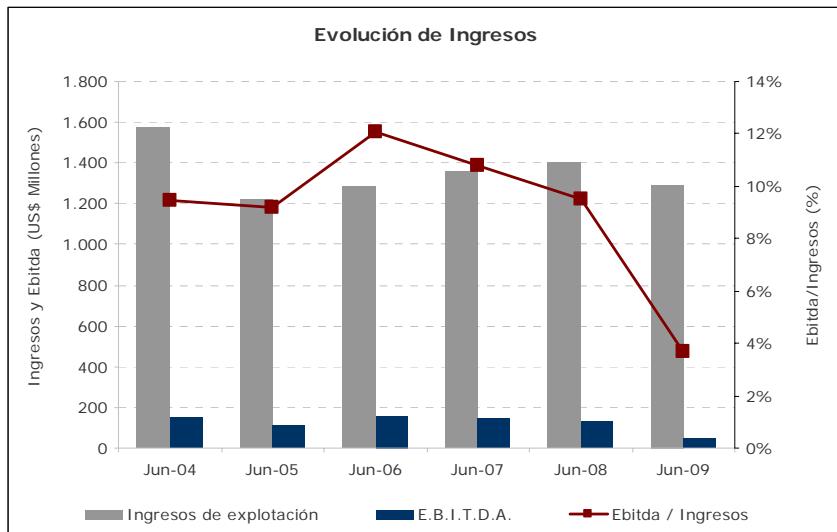


Evolución Financiera

El resultado de explotación del 2008 fue levemente superior a lo registrado el 2007 (resultados a diciembre), llegando a \$ 48.931 millones. A junio de 2009, el resultado de explotación fue negativo por \$ 22.089 millones, lo que se compara desfavorablemente con lo registrado a junio de 2008 (resultado positivo de \$26.688 millones).

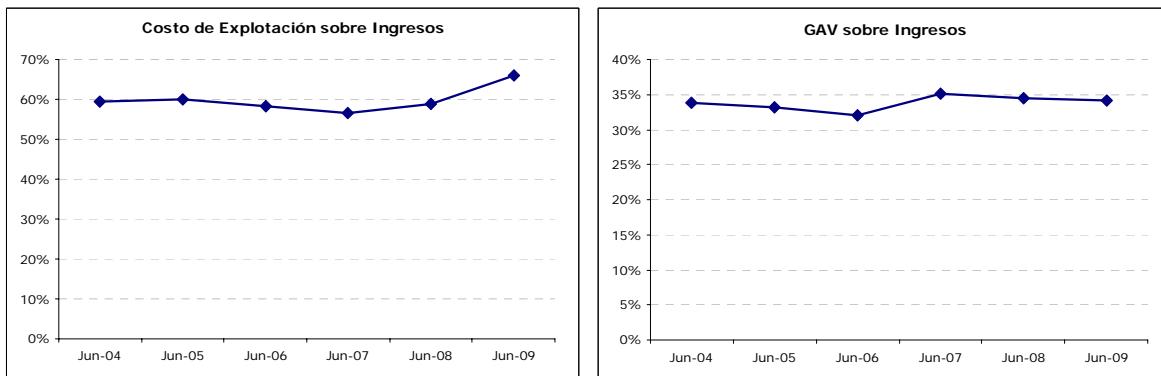
En términos de ingresos de explotación. El año 2008 cayeron un 3,4% con relación a las del año 2007, llegando a \$ 722.047 millones. A junio de 2009 las ventas alcanzaron un valor de \$ 316.230 millones, un 10,1% inferior a lo registrado en junio de 2008. Lo anterior se explica por la disminución de ingresos generados en las tres líneas de negocio de la compañía, donde Retail, Financiero e Inmobiliario cayeron 12,3% 4,5% y 28,3% respectivamente.

Por su parte, el Ebitda de la compañía a diciembre de 2008 fue de \$ 72.782 millones, un 8,4% superior a lo registrado hasta diciembre de 2007. En cambio a junio de 2009, el Ebitda fue negativo y alcanzó a -\$ 9.796 millones, lo que se compara negativamente con lo alcanzado a junio de 2008 (\$ 37.683 millones). El siguiente gráfico muestra el Ebitda móvil de la empresa a junio de cada año junto con las ventas de cada periodo:



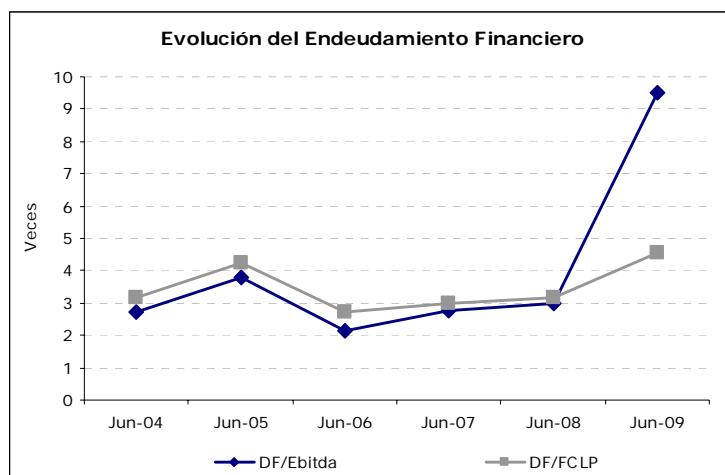
En el gráfico se puede apreciar la evolución de la relación Ebitda sobre Ingresos de la compañía. Como se observa, la relación ha tenido un deterioro sostenido durante los últimos 36 meses, debido a menores márgenes del negocio, y últimamente como consecuencia del deterioro del negocio financiero de la compañía. El indicador para el año móvil terminado a junio de 2008 asciende a 3,7%, una disminución con respecto a junio de 2008 donde el indicador fue de 9,5%.

La relación Costos de Explotación (incluyendo la depreciación) sobre Ingresos han aumentado de manera importante en el último periodo (año móvil). Por su parte los Gastos de Administración y Ventas han presentado una disminución leve con respecto al periodo anterior, lo que refleja el esfuerzo de la compañía por mantener un compromiso con la eficiencia de sus procesos



Endeudamiento Financiero

El endeudamiento relativo de **Ripley Chile** – medido como la relación entre su pasivo financiero y el Ebitda de la sociedad – ha aumentado, fundamentalmente por la menor generación de caja de la compañía. A junio de 2009, la empresa aumentó 14% la deuda financiera con respecto a junio de 2008. A junio de 2009, ésta es de \$ 240.978 millones, luego de que en junio de 2008, la deuda alcanzaba los \$ 210.866 millones. No obstante lo anterior, la cifra de deuda financiera no refleja movimientos que la compañía ya realizó en estructura financiera, que se incluyen en el presente análisis, entre ellos prepago del Bono Serie B y pago de pasivo con parte de la caja obtenida a través de la venta de tres Mall. En el siguiente gráfico, se observa el período de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda):



Sin embargo, debemos considerar que Ripley maneja su negocio de crédito directamente, por lo tanto tiene Cuentas por Cobrar que representan activos bastante líquidos. Por tanto si consideramos al la deuda financiera le restamos el 75% de las Cuentas por Cobrar, la relación Deuda Financiera sobre Ebitda se ve bastante mejorada. Nótese que de manera extremadamente conservadora las Cuentas por cobrar se castigaron 25%.

En términos del perfil de pago de la compañía, este es adecuado en opinión de **Humphreys** por cuanto privilegia el endeudamiento de largo plazo, lo que genera la holgura necesario para enfrentar situaciones de menor generación de Ebitda, como la vivida en la actualidad.

Bonos y Líneas de Bonos

Actualmente Ripley Chile tiene los siguientes bonos en el mercado:

- Línea de bonos

- | | |
|----------------------|--------------|
| - Monto línea: | UF 3.500.000 |
| - Plazo de la línea: | 10 años |
| - Numero Línea: | N° 543 |

- Segunda Emisión (Serie D)

- | | |
|---------------------------|--------------------|
| - Fecha colocación: | Marzo 2009 |
| - Monto colocado: | \$ 10.000 millones |
| - Tasa de carátula: | 7,00% |
| - Vencimiento: | Marzo 2014 |
| - Valor Par (julio 2009): | \$ 10.240 millones |

- Tercera Emisión (Serie E)

- | | |
|---------------------------|--------------|
| - Fecha colocación: | Junio 2009 |
| - Monto colocado: | UF 1.000.000 |
| - Tasa de carátula: | 5,00% |
| - Vencimiento: | Junio 2030 |
| - Valor Par (julio 2009): | UF 1.006.254 |

- Primera Emisión (Serie F)

- | | |
|---------------------------|--------------|
| - Fecha colocación: | Junio 2009 |
| - Monto colocado: | UF 2.000.000 |
| - Tasa de carátula: | 4,00% |
| - Vencimiento: | Junio 2016 |
| - Valor Par (julio 2009): | UF 2.010.048 |

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma"

