



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebersperger@humphreys.cl

Ripley Chile S.A.

Agosto 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	"Categoría AA-" Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 de marzo de 2010

Estado de Resultados Individual					
EERR Consolidado, NCCh					
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Ingreso Operacional	673.918	703.075	749.579	723.886	672.171
Costo de Explotación	-398.072	-401.408	-427.215	-444.110	-471.729
Gasto Administración y Venta	-219.285	-234.918	-274.509	-230.721	-231.891
Resultado Operacional	56.560	66.749	47.855	49.055	-31.449
Resultado no Operacional	-35.732	-16.857	-40.569	-35.589	18.694
Gastos Financieros	-15.225	-12.205	-18.585	-27.158	-19.524
Utilidad Neta	18.671	43.533	4.049	11.811	2.287
EBITDA	72.304	83.218	67.317	72.973	-6.374
Balance General Consolidado, NCCh					
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Activo Circulante	428.639	429.538	514.561	494.107	489.952
Activo Fijo	156.741	184.684	225.900	236.081	199.573
Otros Activos	125.085	177.129	220.664	279.046	197.033
Total Activos	710.464	791.351	961.125	1.009.234	886.558
Pasivo Circulante	182.052	229.958	251.779	192.570	157.850
Pasivo Largo Plazo	143.335	143.771	310.437	258.404	229.443
Deuda Financiera Total	199.130	227.425	223.595	202.673	106.946
Interés Minoritario	1.451	212	158	99.107	175
Patrimonio	383.627	417.410	398.750	459.153	499.089
Total Pasivos	710.464	791.351	961.125	1.009.234	886.558

EERR Consolidado IFRS	Ene-Mar 09	Ene-Mar 10
MM\$ a Marzo de 2010		
Ingresos de Explotación	155.779	146.943
Costo de Explotación	-105.673	-93.078
Gasto Administración y Venta	-59.118	-53.787
Resultado Operacional	-8.931	78
Gastos Financieros	-5.658	-3.588
Utilidad Neta	-12.956	1.482
EBITDA	-2.908	7.153
Balance General Consolidado, IFRS		
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-09	Mar-10
Activos Corrientes	1.384.398	1.382.831
Activos No Corrientes	4.027.113	4.114.491
Activos Bancarios	203.068	197.222
Total Activos	5.614.579	5.694.544
Pasivos Corrientes	1.299.538	1.373.292
Pasivos No Corrientes	1.546.389	1.475.088
Total Pasivos	178.681	172.590
Deuda Financiera Total	1.423.631	1.397.403
Patrimonio	2.589.971	2.673.574
Total Pasivos y Patrimonio	5.614.579	5.694.544

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Ripley Chile S.A. es la matriz de un grupo de empresas orientadas a la actividad comercial, que 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 sociedades interrelacionadas y complementarias entre sí.

Durante el ejercicio 2009 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 1.323 millones y un EBITDA negativo de US\$ 12,5 millones, aunque en 2008 este último indicador fue positivo (US\$ 144 millones).

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 fuerte posición de mercado 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.

Es importante consignar que, no obstante los negativos resultados obtenidos por la compañía en 2009, que ya se han empezado a revertir durante 2010, **Ripley Chile** mantiene una adecuada capacidad de pago de su deuda, sustentada en una estructura de negocios sólida y en un balance de bajo riesgo. En efecto, la sociedad conserva su fuerte posicionamiento de marca y de mercado, además de activos disponibles por US\$ 215 millones y cuentas por cobrar netas de provisiones por US\$ 297 millones, para responder a una deuda financiera por US\$ 222 millones y una deuda relacionada (Ripley Corp), de mediano plazo, por US\$ 290 millones. Desde esta perspectiva, independiente que los resultados del año pasado hubiesen afectado fuertemente a los titulares de las acciones, el emisor dispone de una alta capacidad para responder al pago oportuno de los bonos.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra acotada fundamentalmente por la intensificación de la competencia directa e indirecta (representada por conglomerados de mayor tamaño que el emisor).

Otro factor de riesgo es la sensibilidad de la demanda en épocas recesivas y que afecta tanto el riesgo crediticio de su cartera de deudores como los niveles de venta en el área comercio (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 opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de los bonos podría mejorar 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 es 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 acorde con los nuevos riesgos que se están asumiendo.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del 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.

Hechos Recientes

Ripley Chile presentó sus estados financieros de 2009 bajo la modalidad proforma, esto es, simultáneamente bajo los esquemas contables IFRS y las normas chilenas. A partir del primer trimestre de 2010 la sociedad comenzó con la presentación exclusiva bajo el estándar IFRS¹.

Durante 2009 los ingresos de la compañía –de acuerdo con normas contables chilenas- alcanzaron los \$ 672.171 millones (US\$ 1.326 millones), lo que implicó una caída real de 7,1% en comparación a 2008. Esta baja está explicada principalmente por la menor actividad presentada durante el año por la economía en general, y en el comercio en particular, y que impactó los ingresos de *retail* y de forma más intensa los ingresos financieros de la empresa (aproximadamente -15,5%), al adoptarse políticas más restrictivas de crédito. Adicionalmente, debido a la venta de sus centros comerciales durante el primer semestre, la empresa registró menores ingresos inmobiliarios en 2009. Del total de ingresos, cerca de un 71,2% provino de las ventas *retail*, mientras un 28,3% se originó en el área financiera y el 0,5% en el rubro inmobiliario.

En contraste con los ingresos, el costo de explotación creció un 6,2%, llegando a \$ 471.729 millones, lo que se explica por el fuerte aumento que tuvieron hasta el tercer trimestre los cargos por provisiones de la tarjeta de crédito, como resultado del deterioro del *stock* de colocaciones derivado del ambiente económico imperante. Los gastos de administración y ventas, en tanto, aumentaron levemente, un 0,5%, hasta llegar a \$ 231.891 millones. De esta forma, el resultado de explotación se tornó negativo, llegando a -\$ 31.449 millones (en 2008 la empresa obtuvo un resultado operacional de \$ 49.055 millones). El resultado no operacional pasó de una pérdida de más de \$ 36 mil millones a una ganancia de \$ 18.700 millones, reversión fuertemente influida por la ganancia obtenida por la venta de sus centros comerciales al grupo Saieh.

¹ Las cifras comparadas se muestran todas en pesos de marzo de 2010.

La utilidad del ejercicio 2009 cayó un 80,6%, sumando \$ 2.287 millones, por el menor resultado operacional, pero compensada en parte por la venta de los activos inmobiliarios. El EBITDA del año fue negativo, como consecuencia de la pérdida operacional, llegando a -\$ 6.374, lo que está muy debajo del EBITDA de 2008, de \$ 72.973 millones.

En el primer trimestre de 2010 los ingresos operacionales cayeron un 4,3%, situándose en \$ 146.943 millones (US\$ 280 millones). Esta baja está explicada por el menor nivel de colocaciones de la tarjeta Ripley (inferior en un 22,7% al nivel del primer trimestre de 2009), que deriva en menores ingresos por intereses. Las ventas *retail*, por el contrario, experimentaron un alza real de cerca de 11,7%, lo que muestra la recuperación de la economía durante lo que va de 2010. El costo de ventas también cayó, pero en un 10,4% y llegando a \$ 93.078 millones, explicado por la caída en los cargos por provisiones de crédito. De esta manera, el margen bruto llegó a \$ 53.865 millones, un 9,1% superior al del primer trimestre de 2010. Los costos de administración y ventas fueron de \$ 53.787, experimentando una contracción de 7,7%, originada en parte en el plan de eficiencia (especialmente logística) que la empresa está implementando con el objeto de incrementar la rentabilidad y competir de mejor manera. Este plan además contempla remodelación de tiendas, la optimización de las colecciones de vestuario, la disminución en el número de liquidaciones que se realizan, la implementación de un programa de fidelización de clientes, y la capacitación de la fuerza de ventas de la tienda para la obtención de clientes para Banco Ripley, filial de Ripley Corp.

Los costos financieros pasaron de \$ 5.577 millones a \$ 3.558 millones, una baja de 36% que tiene su explicación en el menor costo de financiamiento bancario. La pérdida por unidades de reajuste cayó fuertemente, desde -\$ 8.842 millones a -\$ 655 millones, por la menor inflación respecto a la observada en 2009. Como consecuencia del incremento del resultado operacional y de las menores pérdidas antes descritas, el resultado del ejercicio del primer trimestre de 2010 revirtió la pérdida de \$ 12.771 millones, siendo esta vez una ganancia de \$ 1.482 millones. Finalmente, con la mejora del resultado operacional, el EBITDA pasó desde -\$ 2.867 millones hasta \$ 7.153 millones.

Eventos recientes

El 30 de Abril de 2009, Ripley vendió a CorpGroup, del grupo Saieh, la propiedad de los centros comerciales "Mall del Centro de Santiago", "Mall Panorámico" y "Mall del Centro de Rancagua", por lo que en la actualidad la empresa sólo tiene participación en el área de centros comerciales a través de Nuevos Desarrollos Inmobiliarios, que posee el 22,5% de Mall Plaza Sur y Mall Plaza Alameda.

En junio de 2009 la compañía efectuó la colocación de tres series de bonos: la serie D por \$ 10 mil millones a cinco años, la serie E por UF 1 millón a 21 años y la serie F por UF 2 millones a siete años. Parte de los fondos fue utilizada para el prepagado anticipado de las series de bonos A y B.

El 21 de octubre de 2010 el directorio de **Ripley Chile** acordó aumentar el capital de la empresa, por un total de \$ 72.059 millones. De éstos, \$ 12.059 se aumentarán mediante la capitalización de utilidades retenidas, mientras que los \$ 60 mil restantes provendrán de la emisión de nuevas acciones. El objetivo de este plan sería financiar tanto la expansión de las tiendas como el aumento de la cartera de colocaciones.

En noviembre de 2009 se terminó de concretar el ingreso de Álvaro Saieh a la propiedad de Ripley Corp, matriz de **Ripley Chile**, adquiriendo en total un 20% de las acciones de la compañía a Marcelo Calderón. En julio de 2010, Saieh vendió un 5% de las acciones, quedándose así con el 15%. Por otra parte, durante diciembre de 2009 la familia Calderón adquirió en bolsa un 4,5% de las acciones, manejando en la actualidad en conjunto un 65,4% del total.

También en noviembre de 2009 **Ripley Chile** abrió una tienda en la ciudad de Los Andes.

Durante la sesión de directorio del 30 de abril de 2010 se designó como presidente del mismo a Felipe Lamarca Claro, a su vez que se renovó el directorio de la empresa.

Oportunidades y Fortalezas

Posición y reconocimiento de marca: **Ripley** es una de las tres principales tiendas por departamento de Chile, con cerca del 22% de participación de mercado². Asimismo, la marca "Ripley" se encuentra fuertemente posicionada en el mercado y es ampliamente reconocida por los consumidores (en parte por los 45 años desde la inauguración de la primera tienda Ripley), situación que es reforzada por una constante campaña publicitaria. El mercado, en términos de ventas, se caracteriza por la presencia de un claro líder, seguidos por dos grandes tiendas por departamentos con similar participación (una de 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: Las tarjetas de crédito de la sociedad (tarjeta Ripley y tarjeta Extra) le permiten acceder en forma directa a una amplia base de clientes. Asimismo, el crédito, servicios y promociones otorgados a través de ellas favorecen la fidelidad y permanencia de los consumidores. La existencia de más de 5,8 millones de tarjetas emitidas reduce 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, el que ha perfeccionado en los últimos períodos, con lo cual es capaz de diseñar y ofrecer productos específicos, acotando el riesgo asociado a cada uno de ellos.

² Considerando las grandes tiendas que entregan información pública, y sólo la venta *retail*, sin ingresos financieros.

Adecuada cobertura de ventas: La cantidad de locales comerciales con que cuenta el *holding* y la cobertura territorial de los mismos disminuyen en términos comparativos los efectos negativos de eventuales bajas en los niveles de actividad de determinados puntos de venta, y de la merma de actividad en determinadas regiones. En la actualidad, Ripley presenta una amplia cobertura con 39 tiendas, de las cuales 20 están ubicadas en la Región Metropolitana, mientras que las restantes se encuentran bastante distribuidas en las otras regiones de Chile.

Amplia red de proveedores y capacidad de oferta: La amplia red de proveedores con que cuenta la empresa y la existencia de alternativas a los mismos, asegura un adecuado abastecimiento para la compañía y una baja dependencia ante la conducta que muestren. Asimismo, la amplia gama de productos ofrecidos la convierten en un centro de compra de interés para los consumidores, ofreciendo los últimos artículos tecnológicos, de vestuario y para el hogar.

Factores de Riesgo

Altos niveles de competencia: La fuerte competencia que presentan las tres principales tiendas por departamento en Chile, que en la práctica se ha traducido en una oferta de productos y servicios relativamente homogénea, torna al emisor altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión sobre los márgenes de venta obliga a la necesidad de crecer para poder acceder a mayores economías de escala. Por otro lado, el desarrollo tecnológico, específicamente la masificación del uso de *internet* en el comercio, podría llevar a un proceso de desintermediación en el mercado de bienes transables, con el consiguiente impacto negativo para la industria y el emisor. Actualmente, Ripley disputa con Paris (perteneciente al grupo Cencosud) el segundo lugar entre las grandes tiendas, siendo Falabella la tienda con mayor participación de mercado.

Necesidad de mantener y administrar el crecimiento: La industria en la que se desenvuelve la compañía ha estado en constante expansión, por lo que es necesario que la empresa tenga los recursos necesarios para mantener un ritmo de crecimiento que le permita seguir siendo competitiva. En el caso de **Ripley Chile**, esta expansión se origina en la necesidad de aumentar su cobertura geográfica y de sus tarjetas de crédito, lo que implica inversiones en nuevos puntos de ventas, en mayores inventarios, en financiamiento de mayores volúmenes de cuentas por cobrar y en mejoramiento continuo de la administración de aspectos logísticos.

Intensificación del negocio crediticio: El negocio crediticio representa un alto porcentaje de los ingresos de la compañía, por lo que un mal manejo del riesgo de la cartera de clientes de la tarjeta de crédito puede derivar en elevadas pérdidas e impactar fuertemente la generación de flujos. Aun cuando se reconoce la capacidad de la administración para manejar una mayor cartera de clientes y negocios, dados los resultados mostrados tras su explosivo crecimiento durante los últimos años, y el ajuste realizado durante los dos últimos años, la estrategia de crecimiento enfocada en la tarjeta de crédito de la empresa requiere siempre una especial vigilancia, sobre todo si se incorporan segmentos demográficos y socio-económicos de mayor riesgo que el de la cartera actual de la empresa.

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 que no son de primer necesidad, lo que afecta las ventas del comercio en general, pero en particular de Ripley, cuyas ventas están compuestas por bienes durables (los más afectados en recesiones) y vestuario (cuya oferta no pertenece totalmente a bienes de primera necesidad). Igual característica presenta el comportamiento crediticio de los deudores, aumentando la tasa de mora de los mismos. Lo anterior se refleja en un aumento de las provisiones, que llegaron a un máximo de 16,3% en el tercer trimestre de 2009, en comparación a niveles que oscilaban entre 7,5% y 8,5% hasta fines de 2007.

Dependencia de los puntos de venta: Uno de los principales factores que determinan las ventas al detalle es la ubicación de los locales. Por lo tanto, cualquier situación negativa (disminución de la concurrencia, por ejemplo por trabajos en las calles de acceso o por remodelaciones en los puntos de venta) que afecte a los centros comerciales en donde se ubican las tiendas **Ripley** necesariamente repercutirá sobre los ingresos. Como atenuante, se reconoce el alto número de tiendas que posee la compañía, y que los puntos de mayor venta se ubican en Santiago, donde la falta de un local puede ser compensado, en parte al menos, por otra tienda.

Contratos de arriendo: Un porcentaje significativo de los locales de venta son arrendados a terceros (27 tiendas, 69%) y 79% de la superficie de venta. Si bien en todos ellos se mantienen contratos de largo plazo, no están exentos a que el arrendador les ponga término anticipadamente y que existan controversias en cuanto a las compensaciones que implicaría dicha medida, lo que además alteraría la política comercial en términos de la ubicación de sus tiendas.

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

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

Ripley nació en 1956 con la inauguración de la primera tienda de Calderón Confecciones, negocio de confección y venta al por menor para hombres. En 1964 se inauguró la primera tienda Ripley en pleno centro de Santiago. En 1976 comenzó a operar el sistema de otorgamiento de créditos en tienda. Dos años más tarde se creó la razón social Comercial Eccsa S.A., agrupando a todas las tiendas comerciales de la época, separando las actividades comerciales de las productivas, quedando estas últimas a cargo de Calderón Confecciones.

En 1993 se inauguró la primera tienda en un *mall* (Parque Arauco), dando inicio a un profundo cambio de imagen y reposicionamiento. En 1997 se creó CAR S.A. para la administración de crédito y servicios a clientes. En 2000, en tanto, se dio inicio a la actividad de *e-business* a través de www.ripley.cl. Junto con esto se autorizó la operación de la corredora de seguros.

En agosto de 2008 Ripley firmó una alianza con Mall Plaza en Chile donde se estableció la opción de compra del 22,5% en tres centros comerciales en desarrollo (Alameda, San Bernardo y Padre Hurtado, todos en la Región Metropolitana). Durante el segundo trimestre de ese año Ripley adquirió las marcas Robert Lewis y Barbados (BB2), con lo que buscó potenciar sus márgenes a través de la venta de marcas propias dentro y fuera de las tiendas principales.

Propiedad y administración

Al 30 de marzo de 2009 la propiedad de **Ripley Chile** se distribuía de la siguiente manera:

Nombre de Accionistas	Nº de acciones pagadas	Participación
Ripley Corp S.A.	217.418.199.279	88,9%
Sociedad de Grandes Inversiones Ltda.	27.159.697.881	11,1%
TOTAL	244.577.897.160	100%

A su vez, Ripley Corp es controlada por la familia Calderón en un 65,6%, mientras Álvaro Saieh posee un 15%. El directorio de la empresa está conformado por:

Nombre	Cargo
Felipe Lamarca Claro	Presidente
Hernán Uribe Gabler	Director
Sergio Hidalgo Herazo	Director
Sergio Collarte Alvarado	Director
Jorge Lafrentz Fricke	Director

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**).

➤ Área Retail

Opera las tiendas por departamento de la cadena y a junio de 2010 sumaba 39 puntos de venta activos (19 en Santiago y 20 en regiones), con una superficie total de ventas de 237.210 m².

Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

Durante 2009 las ventas en tiendas, excluyendo el negocio financiero, experimentaron una contracción de 2,2%, mientras que durante el primer trimestre de 2010 aumentaron un 11,7%. La siguiente tabla presenta la variación real en el *Same Store Sales*³ para distintos períodos en las tiendas por departamento de Chile (en pesos chilenos):

	1T	2T	3T	4T	1S	9M	Año
2005	9,2%	16,1%	8,5%	2,1%	12,9%	11,4%	8,4%
2006	-2,1%	0%	5,7%	0,2%	-1%	2,9%	2%
2007	3,7%	3,9%	1,8%	4,8%	3,8%	3,2%	1,8%
2008	-2,6%	-5,7%	-13,4%	-12%	-4,6%	-9,5%	-10,3%
2009	-14,1%	-9,1%	0,9%	8,5%	-11,5%	-7,6%	-2,6%
2010	10,6%						

Fuente: Press releases de la compañía

➤ Área Inmobiliaria

Se dedica a la inversión en la construcción y desarrollo de centros comerciales. A través de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A (cuya propiedad comparte en forma igualitaria con Paris y Parque Arauco), participa en la propiedad de Mall Marina Arauco en Viña del Mar (33%) y Mall Curicó (33%).

Desde el 13 de enero de 2009 **Ripley Chile** es dueño de un 22,5% de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., propietaria de dos centros comerciales (Mall Plaza Alameda y Mall Plaza Sur), de otros tres terrenos en La Reina, Los Dominicos y Concepción, y de una concesión en Valparaíso. El resto de la propiedad de esta sociedad corresponde a Mall Plaza, empresa controlada por SACI Falabella.

³ Indicador que mide la variación de las ventas considerando sólo las tiendas comparables, esto es, excluyendo tanto las que se han abierto como las que se han cerrado en el último año.

En el rubro de los centros comerciales existen otros tres actores importantes. Uno de ellos es Cencosud, que cuenta con ocho centros comerciales. El segundo es Mall Plaza, líder del sector, cuya propiedad pertenece en un 64,5% a Falabella y posee 11 centros comerciales, seis de los cuales se ubican en la Región Metropolitana. El tercer actor es Parque Arauco, que cuenta con siete centros comerciales en Chile, tres de ellos en la Región Metropolitana. Otros actores son Saitec (brazo inmobiliario de D&S, dueño de los supermercados Líder y Ekono) y el grupo Saieh, que en 2009 adquirió a **Ripley** los tres *malls* que poseía.

➤ Área Financiera

Dentro de este segmento de negocios se encuentran diversas filiales, entre las que destacan:

- 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.

- Comercializadora y Administradora de Tarjetas Extra S.A.

Está encargada de administrar la cartera de clientes que poseen la tarjeta Xtra. Su principal activo está constituido por las cuentas por cobrar a los deudores (usuarios de la tarjeta).

- 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 bienes en las tiendas Ripley, obtener avances en efectivo 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. A partir de 2005 Ripley desarrolló una nueva tarjeta de crédito llamada Xtra, la cual va dirigida a un cliente de perfil más riesgoso, en ciudades donde no existen tiendas Ripley, aunque a partir de 2009 se cerró la apertura de nuevas tarjetas de este tipo.

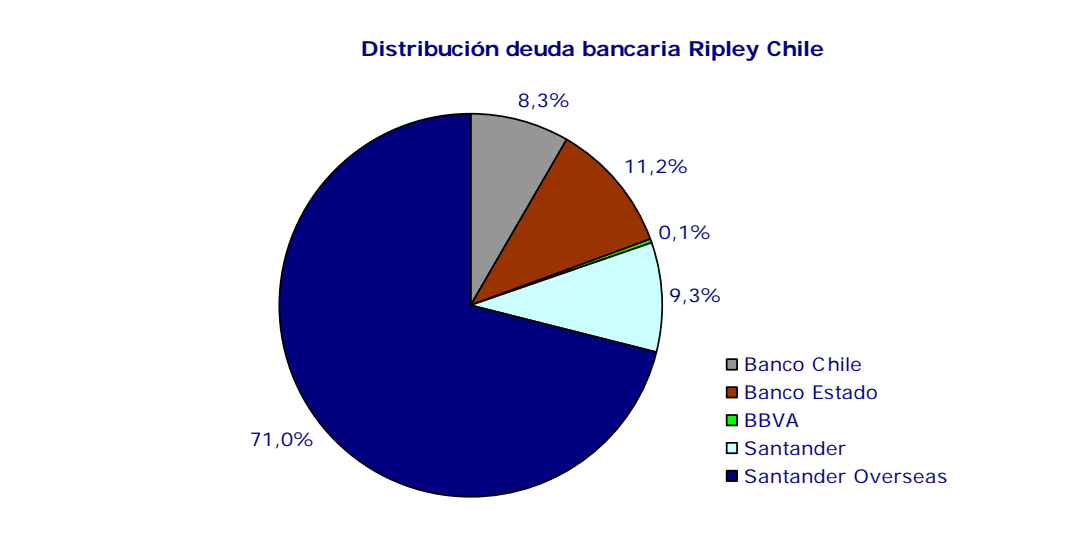
Proveedores, fuentes de financiamiento e inversión

Proveedores

La empresa presenta una amplia gama de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los proveedores nacionales básicamente están representados por productores, representantes e importadores de artículos para el hogar. Las compras en el extranjero, principalmente vestuario, provienen en un porcentaje elevado de Asia (China, Hong Kong e India). La estructura de abastecimiento no difiere significativamente de los estándares de la industria local.

Fuentes de financiamiento

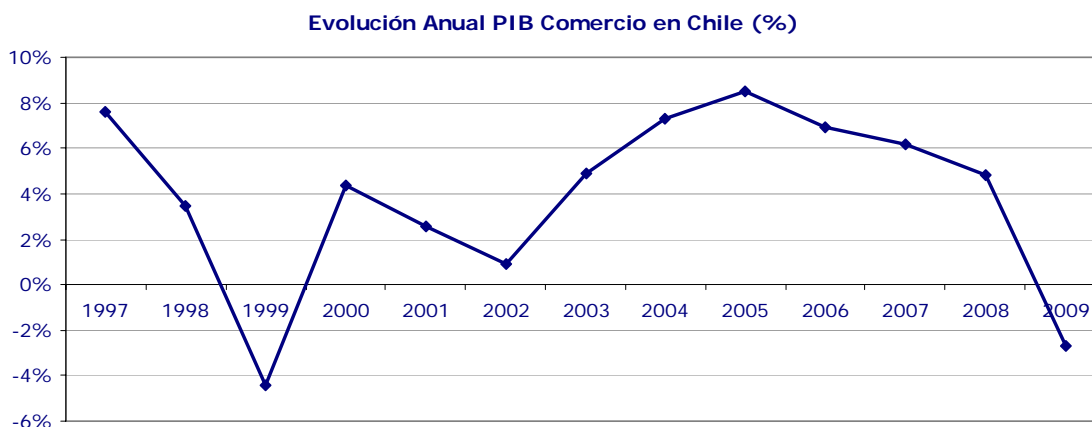
Las principales fuentes de financiamiento de la empresa, además de su patrimonio, provienen del sistema bancario y el mercado de capitales. Considerando sólo la deuda bancaria, el principal acreedor chileno es Banco Estado, con un 11,2% del total, aunque **Ripley Chile** tiene con el Banco Santander Overseas un pagaré que equivale al 71% de los \$ 32.614 millones que posee en deuda bancaria.



En términos globales, de los \$ 116.679 millones de deuda financiera que poseía **Ripley Chile** a marzo de 2010, un 60% correspondía a bonos corporativos, un 28% a deuda bancaria, un 9,2% a arrendamientos financieros y un 2,8% a pasivos por coberturas. Si añadimos a la deuda financiera las cuentas por pagar a Ripley Corp, matriz de **Ripley Chile**, el total de la deuda financiera alcanzaría a \$ 264.340 millones, de los cuales un 55,9% es con la relacionada (deuda que devenga un interés del 5% anual).

Antecedentes de la industria

Ripley Chile participa en el rubro comercial con apoyo crediticio a sus clientes, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura, algunas mayores de las cuales incluso cuentan con presencia internacional (Falabella, Cencosud, Parque Arauco). En términos generales la industria en Chile posee una concentración moderada-alta, donde los principales actores del mercado corresponden a grupos de capitales nacionales con presencia en diversos formatos del comercio (supermercados, grandes tiendas, mejoramiento del hogar, centros comerciales, tarjetas de crédito). En términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto ligado al comercio, dado que en Chile este sector se encuentra mayoritariamente en manos de grandes actores formales, a diferencia de otros países de Latinoamérica en los que el comercio informal abarca por un porcentaje importante del segmento. A continuación, se detalla el cambio porcentual:

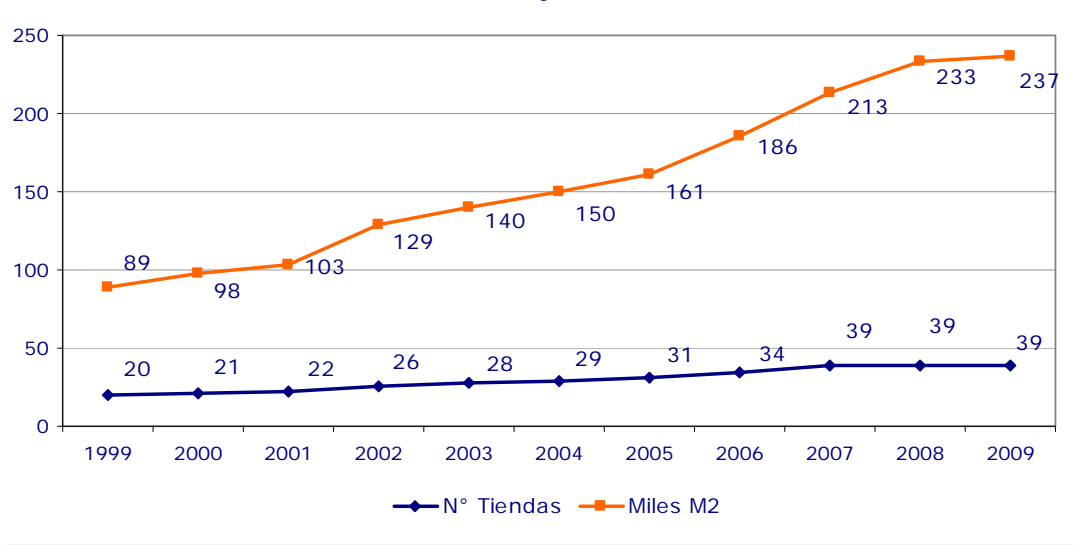


Análisis Financieros

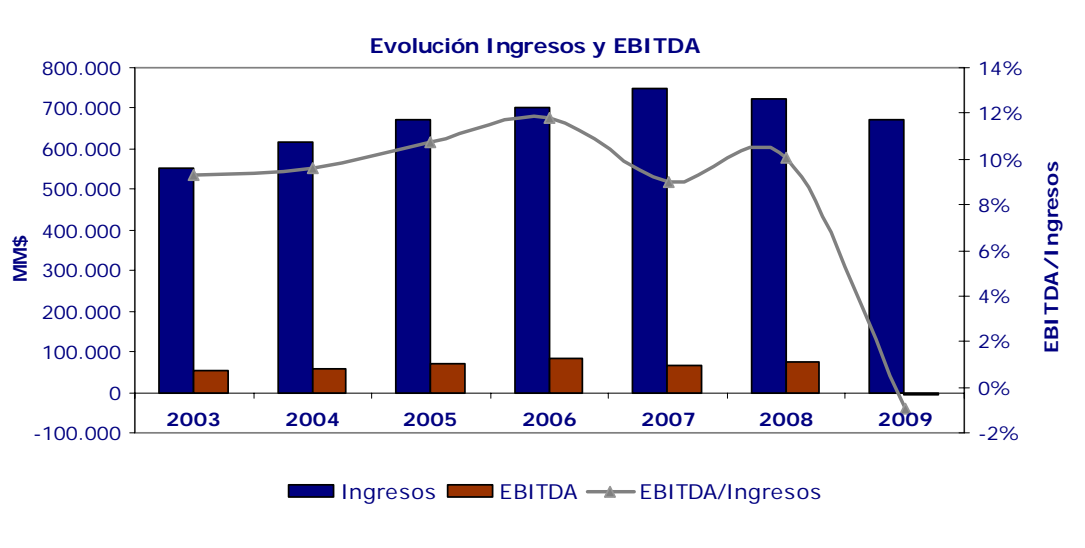
Evolución de ingresos, EBITDA y cartera de colocaciones

Entre 2004 y 2007 los ingresos de **Ripley Chile** tuvieron un crecimiento anual de 6,9% real, explicado por la apertura de nuevas tiendas y el comportamiento general del consumo en Chile. Entre 2008 y 2009 se observan sucesivas caídas del total de ingresos, como consecuencia del deteriorado ambiente económico que se vivió a partir de finales de 2007, sumadomal incremento de la competencia entre grandes tiendas. El número total de tiendas de **Ripley Chile** ha permanecido fijo en los últimos tres años, lo que puede ayudar a explicar parte de la baja en los ingresos, aunque cabe recordar que el plan de inversiones de la empresa se detuvo para hacer frente a la crisis de 2008-2009.

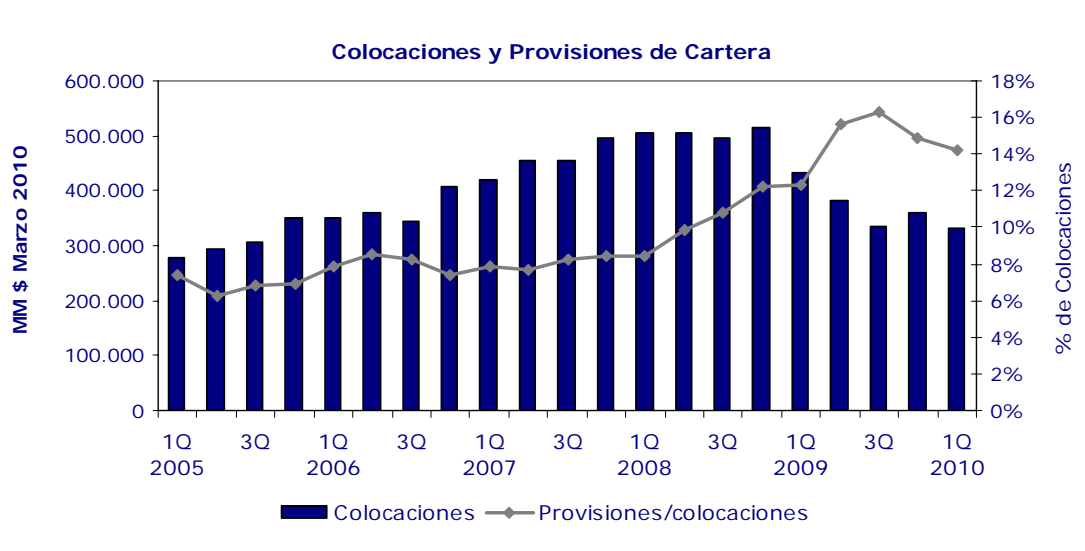
Evolución Tiendas y Área de Ventas



Por su parte, la generación de EBITDA alcanzó un *peak* en 2006, con más de \$ 83 mil millones (moneda de 2009), representando un 11,8% de los ingresos. En general, salvo 2009, el EBITDA ha alcanzado números elevados, oscilando por lo general entre el 9% y el 11% de los ingresos, lo que en parte importante está explicado por el buen comportamiento de la cartera de crédito de la empresa.

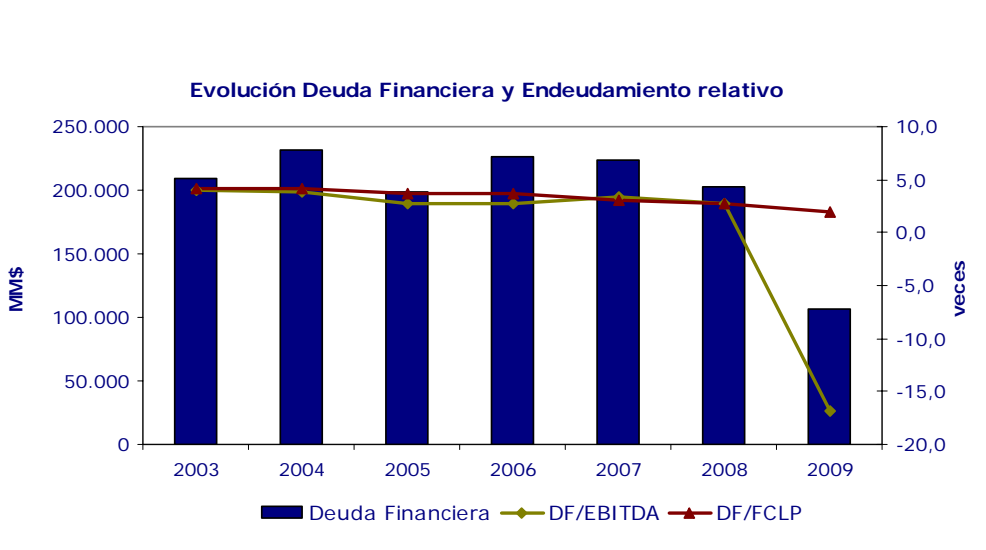


La cartera de colocaciones de la tarjeta Ripley Chile alcanzó su máximo nivel a fines de 2008, apenas meses después que se iniciara la crisis global y justo en el período cuando en Chile se iniciaba la contracción en la actividad. A partir del primer trimestre de 2009 las colocaciones comienzan a bajar fuertemente, alcanzando a marzo de 2010 un nivel que es un 35% menor que el del *peak* de fines de 2008. Las provisiones sobre cartera, en tanto, llegaron a un máximo de 16,4% a mediados de 2009, comenzando a bajar en la medida que se restringía el crédito y permanecían como clientes crediticios los que a juicio de la empresa presentaban menos riesgos.



Evolución del endeudamiento financiero

El endeudamiento financiero de **Ripley Chile** experimentó una fuerte baja en 2009 en comparación a 2008, pasando de \$ 202 mil millones a \$ 107 mil millones, una disminución de 47% bajo las normas contables chilenas. En términos de IFRS, la deuda financiera a diciembre de 2009 y a marzo de 2010 llegaba a \$120 mil millones y \$ 117 mil millones, respectivamente, ratificando el hecho antes observado. Entre 2003 y 2008 la deuda financiera total de la empresa osciló entre los \$ 200 mil millones y los \$ 230 mil millones. En términos relativos, como se aprecia en el siguiente gráfico, el endeudamiento ha sido bastante estable si se le mide sobre el EBITDA, salvo en 2009 cuando este último indicador fue negativo. En términos de deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo⁴, el indicador también ha permanecido bastante estable como resultado de la relativa homogeneidad en el tiempo, tanto de la deuda financiera como de las tasas de EBITDA sobre ingresos.

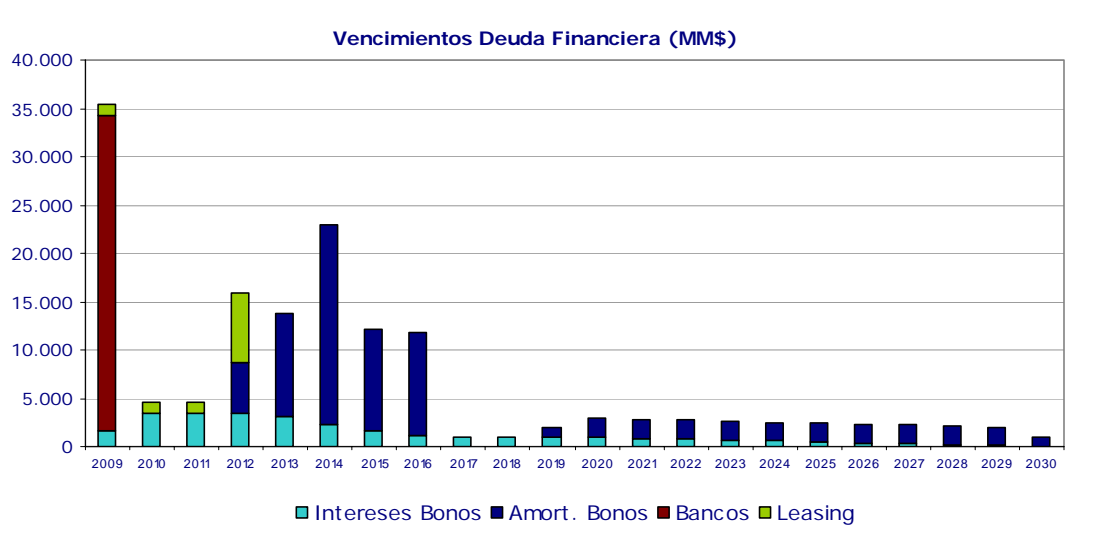


La explicación a la disminución del endeudamiento ocurrido en 2009 tiene que ver con las políticas crediticias adoptadas por la empresa hacia sus clientes durante la crisis, las que se tornaron más restrictivas en términos de renovación y suscripción de nuevas colocaciones, provocando una baja de la cartera total. Como consecuencia, los flujos recibidos por los pagos de las cuentas por cobrar de los clientes fueron utilizados por la empresa para pagar buena parte de la deuda bancaria (baja de 67%) y de bonos (baja de 28%), en lugar de mantener o aumentar el nivel de créditos. Es probable que esta baja sea pasajera, puesto que en la medida que la empresa retome el crecimiento en sus colocaciones, necesite de nuevo financiamiento.

⁴ El FCLP mide la generación de flujos de caja después de impuestos e intereses.

La deuda de la empresa al 31 de marzo de 2010 estaba compuesta en un 33% por deuda de corto plazo, y en un 67% por deuda de largo plazo. La totalidad de la deuda bancaria corresponde a deuda con vencimientos inferiores a un año, aunque dada la disminución de la deuda total de la empresa, y la mayor generación de caja esperada para 2010, **Humphreys** estima que **Ripley Chile** no debiera tener problemas para refinanciar tales vencimientos.

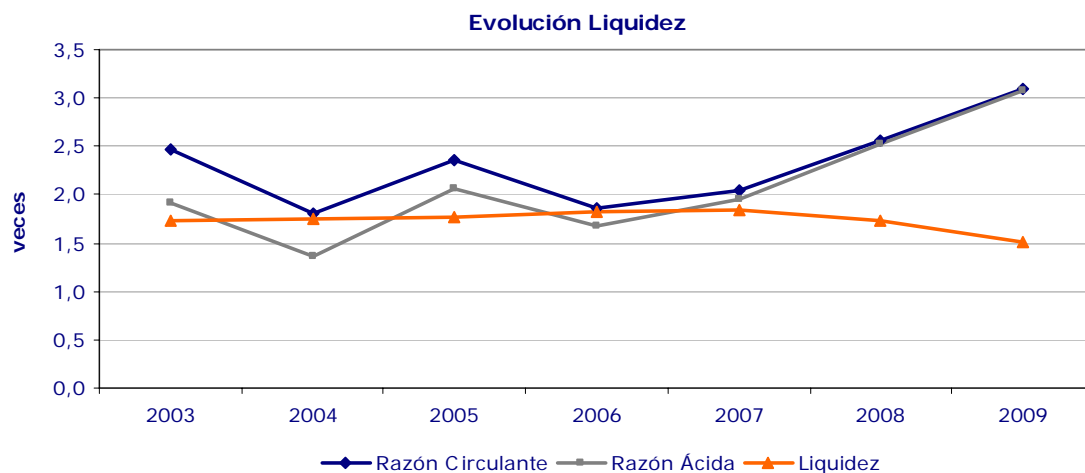
En términos de los vencimientos anuales de la deuda financiera, dado que toda la deuda con bancos es a corto plazo, el año más ajustado es 2010, aunque dicha deuda debiera ser refinanciable sin dificultad. El año 2014 es el siguiente ejercicio con un perfil de pagos más ajustado, debido al vencimiento de los bonos de la serie E , siendo el total \$ 23 mil millones, mucho más abordable en relación a la generación de caja de la empresa.



Adicionalmente a la deuda financiera antes descrita, cabe mencionar que **Ripley Chile** mantiene una cuenta por pagar en pesos con su matriz Ripley Corp., por un total equivalente de US\$ 282 millones a marzo de 2010, con un interés de 5% anual. Un 3% de esta deuda es de porción corriente, un 50% de pago entre tres y cinco años y un 47% de más de diez años, y es una manera de la matriz de allegar recursos a la filial para financiar su plan de crecimiento.

Evolución de la liquidez⁵

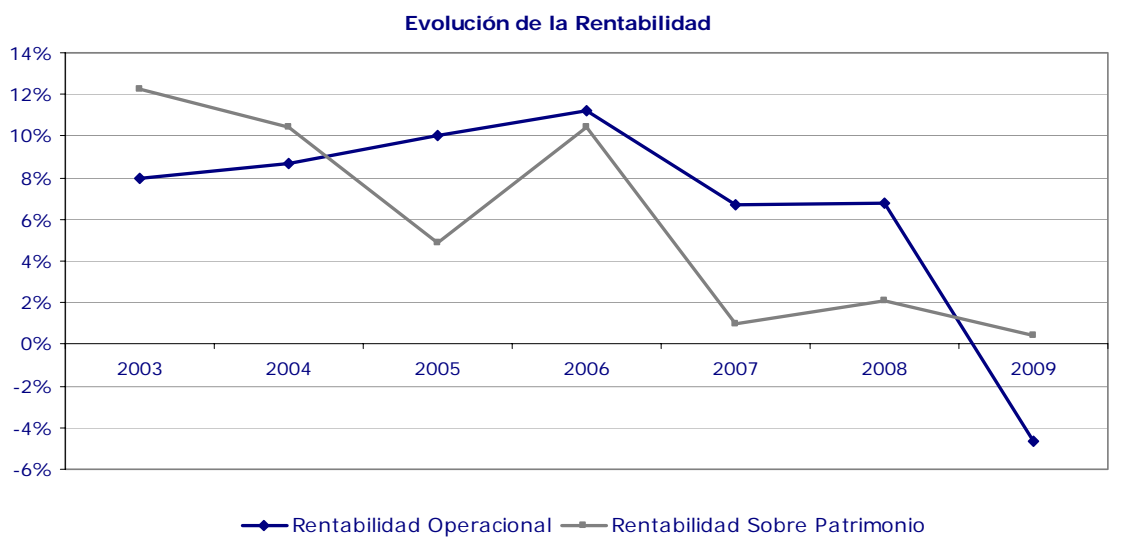
Todos los indicadores de liquidez de la empresa muestran un comportamiento adecuado desde 2003, lo que tiene su origen en la importante cantidad de cuentas por cobrar a clientes a corto plazo (menos de un año), y en que la mayor parte de la deuda financiera de la empresa está concentrada en plazos mayores a un año.



⁵ Liquidez=Ingresos de explotación/(costos de explotación-depreciación); Razón circulante=activos circulantes sobre pasivos circulantes; Razón Ácida= (activos circulantes-existencias-gastos pagados por anticipado)/pasivos circulantes.

Evolución de la rentabilidad⁶

La rentabilidad operacional de la empresa exhibió una tendencia creciente hasta 2006, luego de lo cual ha venido disminuyendo (y pasando a negativo en 2009) producto de la intensificación de la competencia, que ha afectado los márgenes, y el empeoramiento del comportamiento de la cartera de crédito, como resultado del deterioro en el consumo. Por su parte, la rentabilidad del patrimonio, además de lo anterior, se ha visto impactada negativamente también por los cargos por corrección monetaria en 2007, y positivamente por la venta de los *malls* en 2009.



“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”

⁶ Rentabilidad Operacional: resultado operacional sobre activos promedios. Rentabilidad sobre Patrimonio: utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedios.

Anexo:

Instrumentos de deuda inscritos

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda		
Bono Serie B	Nº 357 de 11.11.03.	Colocado UF 3,5 MM, prepagados en 2009.
Línea de Bonos Serie A	Nº 358 de 11.11.03	Colocado UF 3 MM, prepagados en 2009.
Línea de Bonos Serie C	Nº 543 de 07.08.08.	Máximo de UF 3,5 MM.
Serie D	Inscritos UF 3.500 el 07.08.08,	a 21 años, a 4,25%, no colocados a la fecha.
Serie E	Colocado \$ 10.000 MM el 27.03.09,	a 5 años, al 7%.
Serie F	Colocado UF 1 MM el 25.06.09,	a 21 años, al 5%.
Serie G	Colocado UF 2 MM el 25.06.09,	a 7 años, al 4%.
	Inscritos \$ 62.950.000 el 12.06.09,	a 7 años, al 6%, no colocados a la fecha.

Resguardos financieros de los bonos

1.- Mantener, durante toda la vigencia de la presente emisión de bonos, a lo menos un 75% de los ingresos totales consolidados del emisor medidos trimestralmente sobre períodos retroactivos de doce meses, provenientes de las áreas de negocios de venta al detalle y/o administración de centros comerciales y/o evaluación, otorgamiento y administración de créditos.

- En la actualidad se cumple con un 100%, ya que la empresa no posee otras áreas de negocio.

2.- Mantener un nivel de endeudamiento a nivel consolidado, medido y calculado trimestralmente, en que la relación Total Pasivo Exigible/Patrimonio Total no sea superior a 1,5 veces.

- Al 30 de junio de 2010 la relación era de 0,69 veces.

3.- Mantener al final de cada trimestre un patrimonio mínimo de UF 9.000.000.

- Al 30 de junio de 2010 el patrimonio era de UF 24.457 millones.