



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

[carlos.ebersperger@humphreys.cl](mailto:carlos.ebersperger@humphreys.cl)

## Ripley Chile S.A.

Agosto 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos	<b>AA-</b> <b>Estable</b>
Tendencia	
EEFF base	Marzo de 2011

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos	N° 358 de 11.11.2003
Línea de Bonos	N° 543 de 07.08.2008
Serie C	Primera emisión
Serie D	Segunda emisión
Serie E	Tercera emisión
Serie F	Tercera emisión
Serie G	Tercera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS <sup>1</sup>				
MM\$ Marzo 2011	2009	2010	Ene-Mar 2010	Ene-Mar 2011
Ingresos totales	690.108.379	734.811.809	150.854.641	171.693.565
Costo de ventas	-482.618.947	-458.986.302	-95.555.847	-104.152.605
Gastos de distribución y administración	-238.489.091	-241.946.304	-55.219.073	-59.445.104
Resultado operacional	-30.999.659	33.879.203	79.721	8.095.856
Costos financieros	-20.349.365	-12.589.824	-3.683.228	-2.772.102
Utilidad del Ejercicio	-239.564	37.238.659	1.521.148	9.368.272
EBITDA <sup>2</sup>	-4.800.838	61.131.744	7.152.965	14.673.701

Balance General Consolidado IFRS				
MM\$ Marzo 2011	31-12-2009	31-03-2010	31-12-2010	31-03-2011
Activos Corrientes	435.949.816	411.039.214	393.933.003	363.805.283
Activos no corrientes	502.994.864	502.080.872	528.572.979	540.193.268
<b>Total Activos</b>	<b>938.944.680</b>	<b>913.120.085</b>	<b>922.505.982</b>	<b>903.998.551</b>
Pasivos Corrientes	165.537.383	136.917.992	156.248.473	131.580.467
Pasivos no corrientes	246.400.136	248.648.326	213.890.946	213.156.231
Total Pasivos	411.937.519	385.566.317	370.139.419	344.736.698
Patrimonio	527.007.161	527.553.768	552.366.563	559.261.853
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>938.944.680</b>	<b>913.120.085</b>	<b>922.505.982</b>	<b>903.998.551</b>
Deuda Financiera	121.855.273	119.784.725	90.010.294	90.771.848

<sup>1</sup> Los EEFF presentados en estas tablas han sido corregidos por variación del IPC a marzo de 2011.

<sup>2</sup> EBITDA bajo IFRS = Ingresos de actividades ordinarias– costo de ventas - costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

Estado de Resultados Consolidado PCGA					
MM\$ Marzo 2011	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos Ordinarios	691.855.713	721.788.880	769.530.514	743.154.274	690.062.378
Costo de Ventas	-408.667.838	-412.092.358	-438.585.977	-455.930.622	-484.285.110
Gastos de Administración	-225.122.031	-241.171.061	-281.815.401	-236.862.595	-238.063.803
Resultado operacional	58.065.844	68.525.462	49.129.136	50.361.056	-32.286.535
Resultado no operacional	-36.683.337	-17.305.455	-41.649.314	-36.536.205	19.191.326
Gastos financieros	-15.630.462	-12.530.027	-19.079.461	-27.880.636	-20.043.882
Ganancia (Pérdida)	19.168.275	44.691.554	4.156.526	12.125.845	2.347.814
EBITDA	74.228.753	85.432.942	69.108.673	74.914.885	-6.543.205

Balance General Consolidado PCGA					
MM\$ Marzo 2011	31-Dic-05	31-Dic-06	31-Dic-07	31-Dic-08	31-Dic-09
Total Activos Circulantes	440.047.953	440.970.909	528.256.865	507.259.370	502.993.276
Total Activos Fijos	160.913.104	189.599.655	231.913.150	242.365.008	204.885.121
Total Otros Activos	128.414.174	181.843.765	226.537.293	286.473.318	202.277.291
<b>Total Activos</b>	<b>729.375.231</b>	<b>812.414.329</b>	<b>986.707.309</b>	<b>1.036.097.696</b>	<b>910.155.689</b>
Total Pasivos Circulantes	186.897.677	236.079.155	258.481.146	197.695.354	162.051.573
Total Pasivos a Largo Plazo	147.150.064	147.597.683	318.700.378	265.282.419	235.550.443
Interés Minoritario	1.489.765	217.469	161.934	101.745.000	179.759
Total Patrimonio	393.837.725	428.520.021	409.363.850	471.374.924	512.373.914
<b>Total Pasivos</b>	<b>729.375.231</b>	<b>812.414.329</b>	<b>986.707.309</b>	<b>1.036.097.696</b>	<b>910.155.689</b>
Deuda Financiera	204.429.844	233.478.170	229.546.754	208.067.368	109.792.951

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Ripley Chile S.A.** es la matriz de un grupo de empresas orientadas a la actividad comercial, la que 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 de centros comerciales).

Durante el ejercicio 2010 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 1.564 millones y un EBITDA de US\$ 130 millones. Mientras, al 31 de marzo de 2011 alcanzaba cuentas por cobrar por colocaciones de crédito por US\$ 704 millones y su deuda financiera con terceros era de US\$ 189 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. Asimismo se considera positivamente la metodología de asignación de líneas crédito utilizada por la empresa, conjuntamente con una política de provisiones de crédito que permite anticipar las pérdidas esperadas de la cartera crediticia.

La clasificación toma en cuenta que en años de contracción económica la empresa ha sido capaz de modificar la política de asignación de crédito, tornándolo más restrictivo, pero a la vez ha continuado recaudando los pagos por la cartera ya existente, obteniendo de esa manera los recursos necesarios para enfrentar sus compromisos financieros. A modo de comparación, a marzo de 2011 la relación entre cartera de colocaciones neta de provisiones a deuda financiera era de 3,73 veces, y de 1,9 veces si sólo se considera la porción corriente de los deudores de crédito. Incluso, con un castigo de 20% (teniendo en cuenta que ya se han aplicado las provisiones) este indicador llegaba a 1,52 veces.

En términos contingentes, la clasificación de riesgo valora el plan de mejora de rentabilidad que ha venido ejecutando la empresa, lo que incluye una racionalización de inventarios, enfocar su estrategia comercial hacia un público objetivo, relanzar el programa de puntos y disminuir el número de liquidaciones, lo que se ha traducido en mejores márgenes operacionales, aunque se advierte que tales resultados deben validarse en el corto plazo.

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*.

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), tanto en la venta de bienes como en el otorgamiento de créditos, y por los efectos de los períodos de baja económica sobre las ventas y sobre su cartera de crédito, particularmente por el tipo de bienes que conforman su oferta (durables y vestuario).

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 "*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 vaya 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

### Resultados 2010<sup>3</sup>

El año pasado los ingresos de **Ripley Chile** llegaron a \$ 734.812 millones, con un incremento real de 6,5% respecto de 2009, explicado principalmente por el aumento de las ventas del negocio *retail*, lo que compensó la baja de los ingresos financieros ocasionada por el menor tamaño de su cartera de colocaciones de crédito. El costo de ventas del período, por su parte, aumentó en sólo 4,9% (a \$ 458.986 millones), en menor proporción que las ventas, lo que incrementó el margen de explotación desde un 30,1% de las ventas en 2009 a un 37,5%. Lo anterior se ha visto explicado por un enfoque del emisor hacia lograr una mayor rentabilidad, lo que incluye rediseño de tiendas, adaptación de las líneas de productos y disminución de liquidaciones.

El total de costos de distribución y gastos de administración alcanzó a \$ 241.946 millones, con un incremento de 1,4%. Este menor crecimiento, en comparación al de las ventas, se explica en parte por el programa de mejora de eficiencia en los gastos, implementado por la empresa desde 2008. Con lo anterior, sumado a la mejora en el margen de explotación, el resultado operacional de 2010 fue de \$ 33.879 millones, revirtiendo la pérdida operacional de -\$ 31.000 millones de 2009. Como consecuencia, el EBITDA llegó a \$ 61.132 millones (\$ 69.116 millones si se incluye las ganancias de negocios conjuntos, principalmente la participación en centros comerciales). La empresa también logró revertir la pérdida del ejercicio 2009 (-\$ 240 millones), llegando a una utilidad de \$ 37.239 millones en 2010.

### Hechos recientes

**Ripley Chile** tiene contemplado la apertura de cuatro nuevos locales en el periodo 2011-2013, uno de los cuales, el del *mall* Costanera Center de Cencosud, planificado para noviembre 2011 fue postergado hasta abril de 2012 junto con el resto de tiendas de ese centro comercial por retrasos en la construcción del mismo. Asimismo, el plan de inversión en activos fijos del año contempla la apertura del *mall* Concepción, de propiedad de la empresa, y el desarrollo de otros dos centros comerciales bajo la sociedad con Mall Plaza, todo lo cual implicará cerca de US\$ 72 millones de inversión para este período.

<sup>3</sup> Las cuentas han sido llevadas a pesos de marzo de 2011.

## Oportunidades y Fortalezas

**Posición y reconocimiento de marca:** Ripley es una de las tres principales tiendas por departamento de Chile, con cerca del 24% de participación de mercado<sup>4</sup>. Asimismo, la marca 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 emitidas por la sociedad 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 6,3 millones de tarjetas emitidas (2,7 millones activas al primer trimestre de 2011) 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.

**Adecuada cobertura de ventas:** La cantidad de locales comerciales con que cuenta **Ripley Chile** 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, la empresa tiene 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, lo que también ha ido mejorando en los últimos años de manera de adaptar sus locales y oferta de productos a las exigencias que le impone tanto la competencia como sus clientes.

## 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

<sup>4</sup> Considerando las grandes tiendas que entregan información pública, y sólo la venta *retail*, sin ingresos financieros.

(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, tanto en su oferta de bienes como del crédito que ofrece. 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 reconociéndose 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 el último bienio, 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 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 (como se observó entre 2008 y 2009), 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 Chile**, 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.

**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, ante 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 de un total de 39; es decir, el 69%, correspondientes al 79% de la superficie de venta). No obstante se reconoce que cuatro tiendas están ubicadas en *malls* en los que la compañía participa en la propiedad y que en todos los puntos de venta los contratos de arriendo son a largo plazo.

**Exposición cambiaria:** La mayor parte de las compras de la entidad se realiza en dólares de los Estados Unidos, situación que torna sensible a la empresa ante fluctuaciones en las paridades cambiarias, aunque se

reconoce que existe la capacidad de trasladar tales variaciones a precio, acotada eso sí por la intensidad de la competencia existente.

## 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](http://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 junio de 2011 la propiedad de **Ripley Chile** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de la propiedad
Ripley Corp S.A	244.561.532.367	217.403.651.751	99,99%
Sociedad Grandes Inversiones Ltda.	16.364.793	15.547.528	0,01%

A su vez, Ripley Corp S.A. es controlada por la familia Calderón Volochinsky, a través de Inversiones R S.A. e International Funds Limitada.



El directorio de la empresa es el que se indica a continuación:

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

## 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** y consolidan en Ripley Corp).

### ➤ Área Retail

Opera las tiendas por departamento de la cadena. A marzo de 2011 sumaba 39 puntos de venta activos (19 en Santiago y 20 en regiones), con una superficie total de ventas de 237.210 m<sup>2</sup>. Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

La siguiente tabla presenta la variación real en el *Same Store Sales*<sup>5</sup> (SSS) para distintos períodos en las tiendas por departamento de Chile (en pesos chilenos):

	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre	1er Semestre	9 Meses	Año
<b>2005</b>	9,2%	16,1%	8,5%	2,1%	12,9%	11,4%	8,4%
<b>2006</b>	-2,1%	0%	5,7%	0,2%	-1,0%	2,9%	2,0%
<b>2007</b>	3,7%	3,9%	1,8%	4,8%	3,8%	3,2%	1,8%
<b>2008</b>	-2,6%	-5,7%	-13,4%	-12,0%	-4,6%	-9,5%	-10,3%
<b>2009</b>	-14,1%	-9,1%	0,9%	8,5%	-11,5%	-7,6%	-2,6%
<b>2010</b>	10,6%	28,5%	17,4%	14,2%	20,3%	19,4%	17,6%
<b>2011</b>	16,9%						

Fuente: *Press releases* de la compañía

El SSS es un indicador que busca aislar los efectos provocados en las ventas de la apertura, cierre y remodelación de locales, de manera de analizar cuál es el real movimiento que están teniendo los ingresos de una empresa del *retail*, en particular aquellas en períodos de expansión, cuyas ventas pueden aumentar

<sup>5</sup> 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.

meramente por una mayor superficie de venta y no necesariamente por una mejor estrategia de comercialización.

#### ➤ **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 ubicados 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.

En el rubro de los centros comerciales existen otros tres actores importantes. El líder del sector es Mall Plaza cuya propiedad pertenece en un 64,5% a Falabella y tiene once centros comerciales, seis de los cuales se ubican en la Región Metropolitana. El segundo actor es Cencosud, que cuenta con nueve centros comerciales a lo largo del país. El tercer participante es Parque Arauco, 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.**

Estaba encargada de administrar la cartera de clientes que poseen la tarjeta Xtra, aunque en 2010 cesó la originación de cartera y el registro de la sociedad fue cancelado ante la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

##### **- 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 Chile** 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.

## Proveedores, fuentes de financiamiento e inversión

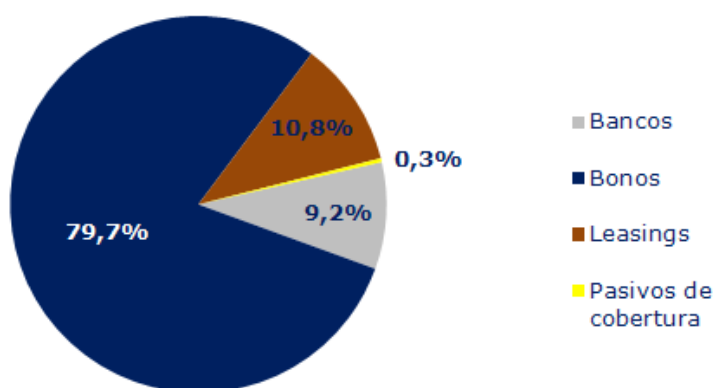
### Proveedores

La empresa presenta una amplia gama de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los 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 tiene en deuda bancaria. Adicionalmente, **Ripley Chile** tiene una deuda con su matriz Ripley Corp por \$ 117.574 millones (\$ 1.760 millones en porción corriente)

Composición de deuda financiera Ripley Chile  
al 31-03-2011

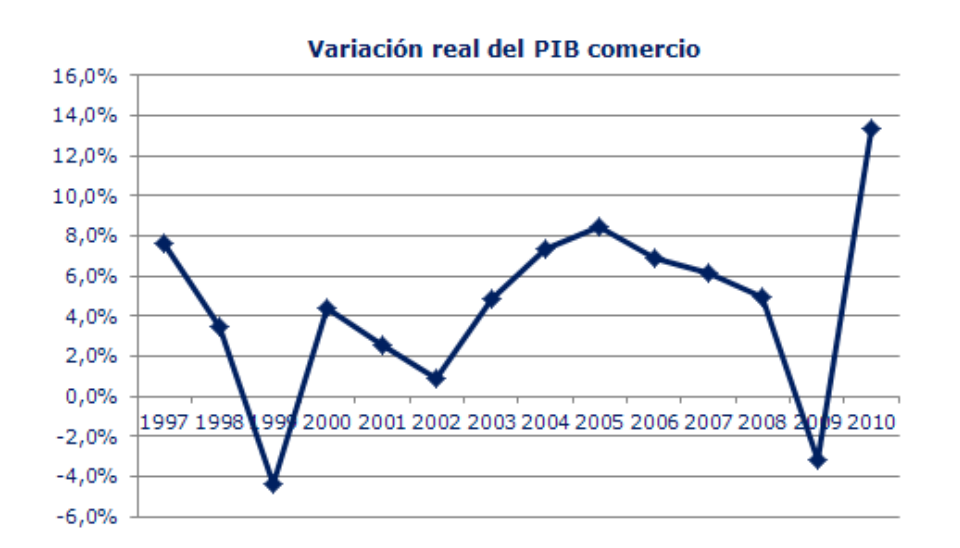


En términos globales, de los \$ 90.734 millones de deuda financiera que mostraba **Ripley Chile** al 31 de marzo de 2011, un 79,7% correspondía a bonos corporativos, un 10,8% a arrendamientos financieros (*leasings*), un 9,2% a deuda bancaria de corto plazo y un 0,3% a pasivos por coberturas. Además de lo anterior, la empresa tiene compromisos financieros con sus controladores, principalmente Ripley Corp, por un total de \$ 115.778, que devengan una tasa de interés nominal de 5% anual en pesos, con vencimientos corrientes por \$ 1.760 millones, con lo que la mayor parte de este compromiso se ubica en el largo plazo, incluso a más de diez años plazo.

### Antecedentes del sector

**Ripley Chile** participa en el rubro comercial con apoyo crediticio a sus clientes y en el sector inmobiliario, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura, algunas de las cuales incluso cuentan con presencia internacional (Falabella, Cencosud, Parque Arauco). En términos generales, la industria en Chile exhibe 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:

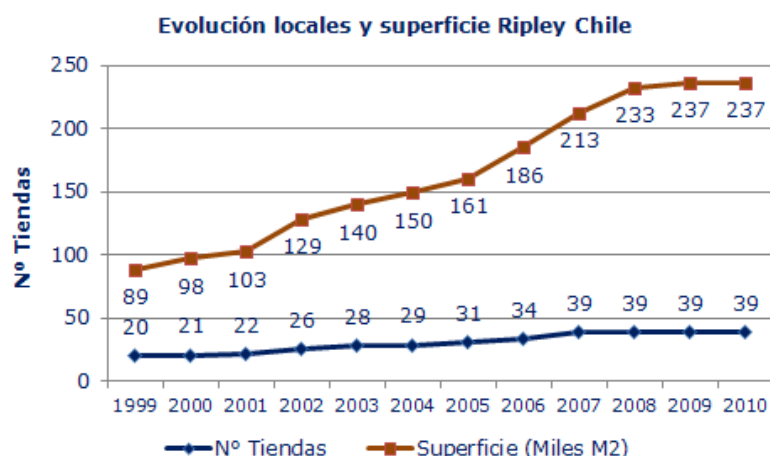


## Análisis Financieros

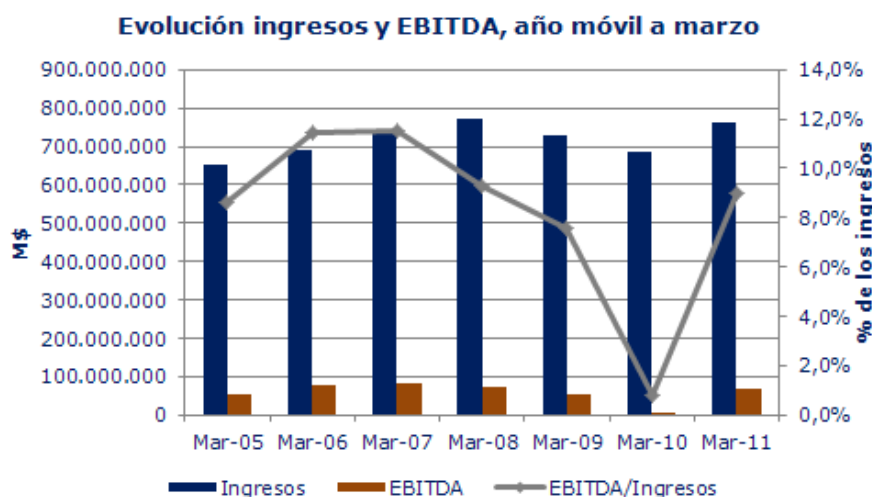
### Evolución de ingresos, EBITDA y cartera de colocaciones<sup>6</sup>

La evolución de los ingresos de explotación de **Ripley Chile** ha ido aparejada del número de locales y de la superficie de ventas de la empresa. Entre marzo de 2005 y marzo de 2008 sus ingresos tuvieron un crecimiento anual de 6% real, explicado por la apertura de nuevas tiendas y el comportamiento general del consumo en Chile. Entre 2009 y 2010 se observan sucesivas caídas del total de ingresos, como consecuencia del deteriorado ambiente económico que se vivió a partir de finales de 2007. El número total de tiendas de **Ripley Chile** ha permanecido fijo desde 2007 (cabe recordar que el plan de inversiones de la empresa se detuvo para hacer frente a la crisis de 2008-2009). A marzo de 2011 los ingresos ya habían experimentado una recuperación como consecuencia del incremento del consumo nacional y del plan de mejora de rentabilidad de la empresa.

<sup>6</sup> Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de marzo de 2011. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada, corrigiendo cada trimestre a pesos de marzo de 2011. Hasta 2009 se usan los datos bajo norma contable chilena, y para el período 2010-2011 bajo la norma IFRS.

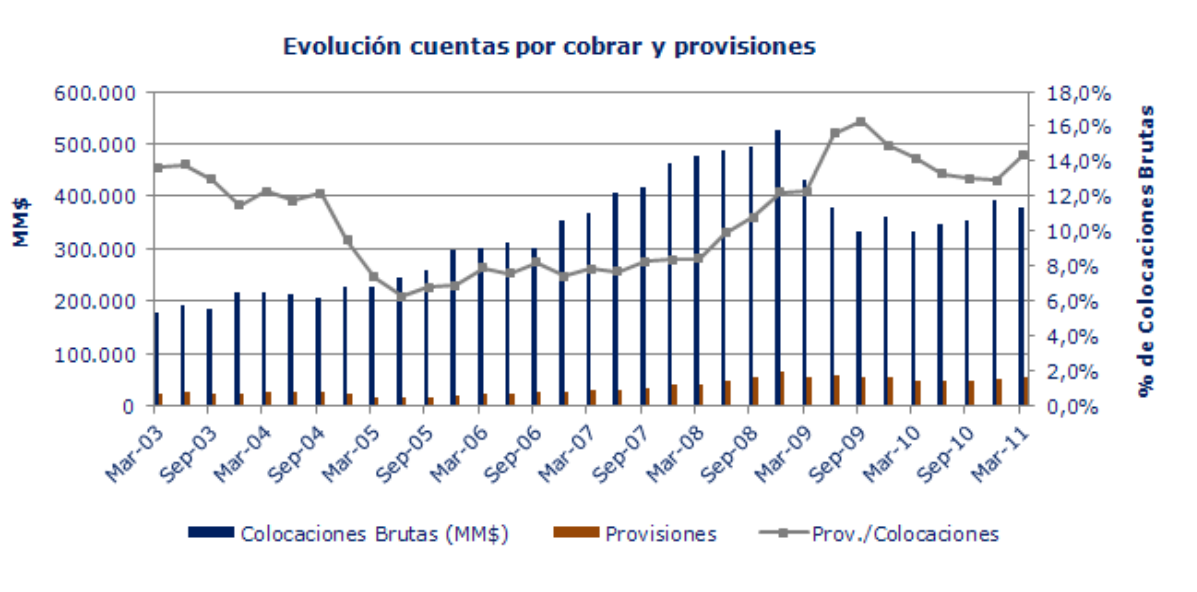


Por su parte, la generación de EBITDA alcanzó un *peak* en marzo de 2007, con más de \$ 85 mil millones, representando un 11,5% de los ingresos. En general, salvo 2009, el EBITDA ha oscilado entre el 8% y el 11% de los ingresos.



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 en el período en que 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 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, situación que ha significado tener un menor nivel de cuentas por cobrar, pero de mejor rendimiento, lo que se ha traducido en un menor nivel de cargos por riesgo y por tanto un margen más elevado del rubro financiero. Con respecto al nivel de provisiones, debe tenerse en cuenta que **Ripley Chile** cambió su modelo de provisionamiento a inicio del 2010, por uno en que la provisión corresponde a la pérdida esperada del crédito entregado, de ahí el mayor

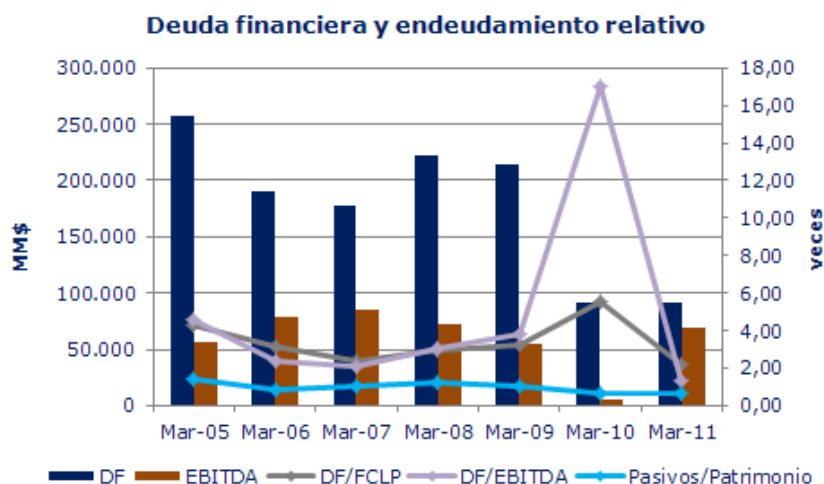
nivel de provisiones en relación al sistema que provisiona sobre la base de morosidad. Parte de la baja en la cartera se ha debido también a que una proporción de las colocaciones, que anteriormente se efectuaba a través de la tarjeta, ahora se realiza a través del Banco Ripley, filial de Ripley Corp, controlador de **Ripley Chile**.



### Evolución del endeudamiento financiero

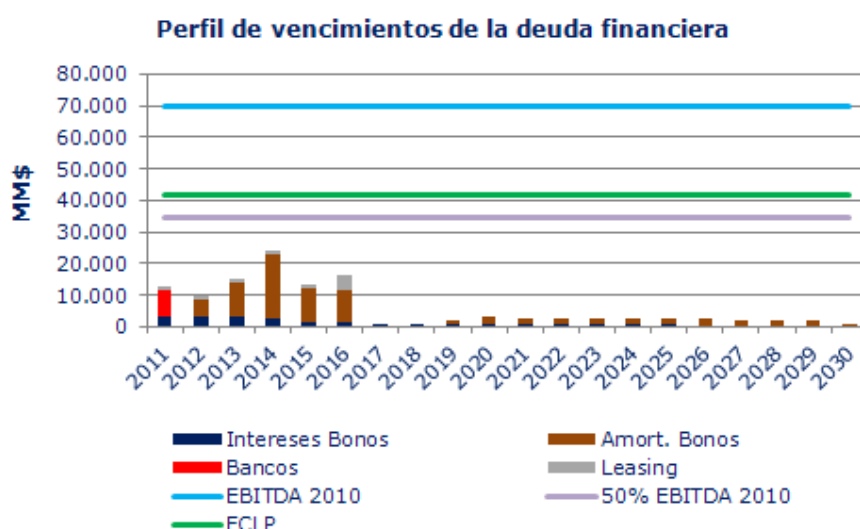
El endeudamiento financiero total de **Ripley Chile** experimentó un descenso a partir del tercer trimestre de 2009, lo que en parte se explica por un menor nivel de cartera de colocaciones de crédito de consumo, baja que se origina en una nueva estrategia de la empresa en términos de una mayor vigilancia del proceso de otorgamiento de crédito, lo que incluyó la adopción de una política de castigo de cartera a los 180 días en lugar de los 360 días como era anteriormente. El endeudamiento relativo de la empresa tuvo un comportamiento descendiente entre 2005 y 2007 (llegando hasta poco más de dos veces), deteriorándose posteriormente (hasta 3,9 veces en 2008) y aumentando fuertemente en 2009 como consecuencia de la caída del EBITDA de ese año. Posteriormente se recuperó con la mejora operacional de la empresa (ventas, márgenes). La misma tendencia se observa al medir la deuda financiera sobre el flujo de caja de largo plazo (FCLP<sup>7</sup>), calculado por **Humphreys**.

<sup>7</sup> El FCLP corresponde al flujo de activos después de impuestos e intereses.



La deuda de la empresa al 31 de marzo de 2011 estaba compuesta en un 11,5% por obligaciones de corto plazo y en un 88,5% por deuda de largo plazo. La totalidad de la deuda bancaria presenta vencimientos inferiores a un año; ésta, además, representa el 80% de los pasivos financieros, un nivel correcto considerando la generación de caja de la empresa.

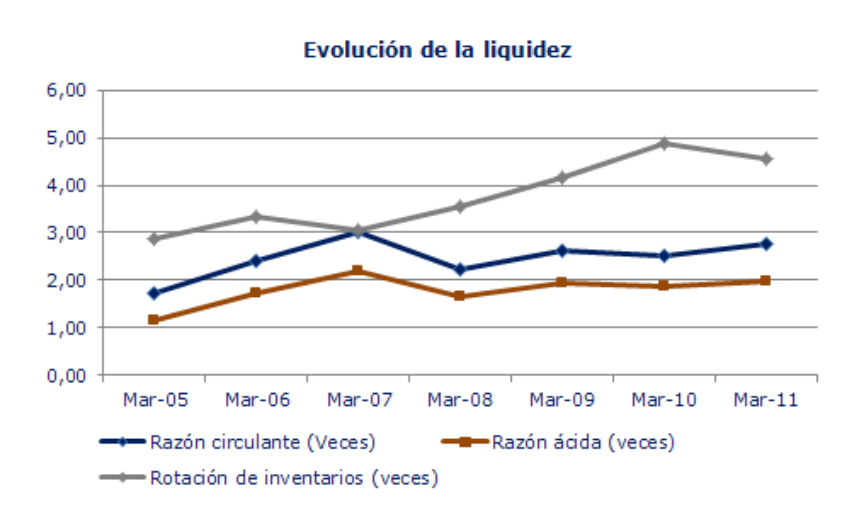
La deuda financiera de la empresa tiene un perfil de vencimientos bastante adecuado: entre 2011 y 2016 se ubican los pagos más elevados, los que en todo caso son menores al EBITDA de 2010 castigado en un 50%, aunque debe considerarse siempre la posibilidad de deterioro mayor de la generación de flujos, como lo acontecido en 2009. De todas formas, cabe recordar que en períodos de alto estrés financiero es posible ejecutar una política de colocaciones más restrictiva, y simultáneamente seguir recaudando los pagos de la cartera ya existente.



Adicionalmente a la deuda financiera antes descrita, **Ripley Chile** tiene una cuenta por pagar en pesos con su matriz Ripley Corp., por \$117.574 millones, con un interés de 5% anual.

### Evolución de la liquidez<sup>8</sup>

Los indicadores de liquidez de la empresa muestran un comportamiento adecuado; la rotación de inventarios incluso ha experimentado una importante mejora desde 2010, tanto por una racionalización de existencias como por el aumento de las ventas, mientras que la razón circulante y la razón ácida han sido estables, en valores adecuados.



### Evolución de la rentabilidad<sup>9</sup>

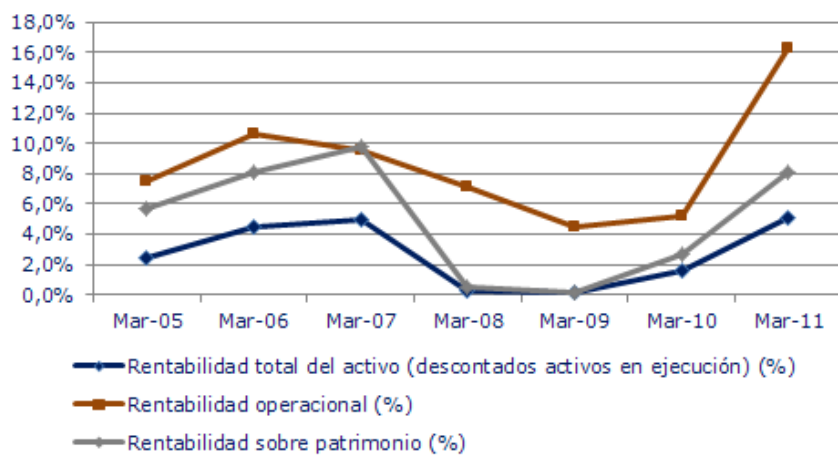
Entre marzo de 2005 e igual mes de 2009, la rentabilidad de la empresa tuvo una tendencia decreciente, tanto medida sobre el patrimonio como sobre los activos. Tal situación ha venido cambiando desde mediados del año pasado, cuando la mejora operacional de la compañía comenzó a reflejarse positivamente en los niveles de rentabilidad.

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Rentabilidad total del activo = Ganancia sobre activos totales (descontados aquellos en ejecución o construcción); Rentabilidad operacional = resultado operacional sobre activos promedio; Rentabilidad sobre patrimonio = Utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedio.



### Evolución de la rentabilidad



## **Anexo:**

### **Resguardos de los instrumentos de deuda inscritos, Línea de bonos N° 543 (series C, D, E, F y G)**

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 31 de marzo de 2011 la relación era de 0,38 veces.

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

- Al 31 de marzo de 2011 el patrimonio era de UF 25.917.838.

*“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”*