



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Ripley Corp S.A.

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono (56) 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia Acciones Tendencia	A+ Desfavorable Primera Clase Nivel 1 Estable
Estados financieros	31 de marzo de 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Bonos Serie D (BRPLC-D) Bonos Serie H (BRPLC-H) Bonos Serie I (BRPLC-I) Línea de bonos Bonos serie F (BRPLC-F) Bonos serie K (BRPLC-K) Bonos serie L (BRPLC-L) Bonos serie M (BRPLC-M) Línea de bonos Bonos serie J (BRPLC-J)	Nº 728 de 25.09.12 Primera emisión Tercera emisión Tercera emisión Nº 729 de 25.09.12 Primera emisión Primera emisión Segunda emisión Segunda emisión Nº 871 de 05.10.17 Primera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
Miles de pesos de cada año	2015	2016	2017	2018	2019	Marzo 2020
Ingreso actividades ordinarias	1.541.334.456	1.598.399.318	1.669.037.686	1.702.063.266	1.727.425.808	358.048.184
Costo de ventas ¹	-967.677.219	-1.001.438.234	1.053.067.662	-1.066.308.044	-1.118.797.912	-236.111.620
Gastos de distrib. y admin.	-514.839.597	-532.361.483	-540.929.561	-559.560.427	-573.226.134	-127.536.722
Resultado operacional	58.817.640	64.599.601	75.040.463	76.194.795	35.401.762	-5.600.158
Costos financieros	-18.641.028	-20.413.512	-22.342.225	-21.280.078	-36.999.051	-9.237.299
Ganancia	-51.135.413	114.517.669	85.851.442	69.663.837	100.503.920	-11.994.744
EBITDA ²	142.076.354	151.808.111	161.350.834	163.861.522	151.640.974	24.154.830

¹ Los gastos financieros asociados a las filiales bancarias son contabilizadas como un costo operacional.

² Emisor informa, a partir de 2015, EBITDA calculado como resultado operacional más gastos por intereses y reajustes, depreciación y amortización. EBITDA según metodología **Humphreys** calculado considerando los ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
Miles de pesos de cada año	2015	2016	2017	2018	2019	Marzo 2020
Activos corrientes	1.192.666.088	1.303.700.436	1.353.170.666	1.433.368.750	1.586.663.856	1.561.341.864
Activos no corrientes	1.188.073.946	1.383.835.917	1.426.262.900	1.519.387.768	2.015.794.938	2.130.552.544
Total activos	2.380.740.034	2.687.536.535	2.779.433.566	2.952.756.518	3.602.458.794	3.691.894.408
Pasivos corrientes	1.021.056.054	1.298.945.159	1.144.243.201	1.248.193.299	1.432.480.551	1.466.626.309
Pasivos no corrientes	520.927.510	493.155.481	690.262.632	714.151.157	1.136.328.735	1.156.963.990
Total pasivos	1.541.983.564	1.792.100.640	1.834.505.833	1.962.344.456	2.568.809.286	2.623.590.299
Patrimonio	838.756.470	895.435.713	944.927.733	990.412.062	1.033.649.508	1.068.304.109
Total patrimonio y pasivos	2.380.740.034	2.687.536.353	2.779.433.566	2.952.756.518	3.602.458.794	3.691.894.408
Deuda financiera ³	1.148.321.030	1.333.226.945	1.389.714.912	1.469.943.511	1.570.529.466	1.666.747.420

Opinión

Fundamento de la clasificación

Ripley Corp S.A. (Ripley Corp) es la entidad matriz de un grupo de empresas que controla directamente las sociedades Ripley Chile S.A. y Ripley Internacional S.A., filiales que desarrollan actividades en los sectores *retail*, inmobiliario y bancario, tanto en Chile como en Perú.

Según los estados financieros consolidados a diciembre de 2019, **Ripley Corp** generó ingresos por US\$ 2.307 millones⁴ y un EBITDA de US\$ 203 millones. Durante este período, las ganancias de las operaciones en Chile alcanzaron a US\$ 101 millones, mientras que en Perú sumaron US\$ 56 millones. Al 31 de marzo de 2020, su patrimonio consolidado llegaba a US\$ 1.381 millones⁵, en tanto que la deuda financiera alcanza a US\$ 2.098 millones⁶, de la cual un 78,2% corresponde al negocio bancario, contabilizando los arriendos financieros dentro de la deuda financiera, esta alcanza un valor de US\$ 2.443 millones.

La clasificación ha sido asignada tomando en consideración que la sociedad mantiene inversiones en filiales cuyo valor económico estimado es muy superior al saldo insoluto de sus pasivos financieros y que, además, su principal activo –Ripley Chile– ha sido calificado por **Humphreys** en *Categoría AA-*.

Una de las principales fortalezas que sirve como fundamento para la calificación de los títulos de deuda de **Ripley Corp** en “*Categoría A+*”, es el adecuado nivel de solvencia de sus inversiones operativas, en particular Ripley Chile S.A. y por el elevado valor estimado de las misma en relación con las obligaciones financieras individuales del emisor. En relación con sus filiales, dentro del negocio de *retail* destaca, tanto en Chile como

³ Hasta 2014 incluye cuentas por pagar a empresas relacionadas afectas a tasa de interés, pagadas el 2015.

⁴ Tipo de cambio utilizado a diciembre de 2019: \$ 748,74/US\$.

⁵ Tipo de cambio utilizado a marzo de 2020: \$ 852,03/US\$.

⁶ Esta deuda incorpora la deuda de las filiales bancarias.

en Perú, el fuerte posicionamiento que ostentan las empresas filiales en sus respectivos mercados y el elevado reconocimiento de sus marcas comerciales, características que en conjunto favorecen su competitividad y respaldan la adecuada estrategia de crecimiento del emisor. En lo relativo al negocio financiero de Banco Ripley, banca de personas, se reconoce la existencia de una cartera de clientes atomizada, que diversifica el riesgo de las colocaciones y cuya operación presenta sinergias con el negocio de *retail*.

El segmento bancario es relevante en la generación de flujos, dada la asociación entre el área *retail* y el banco. Una operación más cercana de ambas líneas de negocios posibilita un mayor acceso a información comercial de los clientes (dentro de lo que posibilita la ley), situación que permite a la empresa segmentar su mercado objetivo y los créditos de acuerdo con el perfil del cliente, logrando, así, atender de forma más especializada tanto a los sujetos de créditos susceptibles de “bancarizar” como a aquellos de rentas más reducidas.

Otro atributo que apoya la clasificación de los títulos de deuda dice relación con el control que ejerce sobre las filiales operativas, lo que permite controlar su política de distribución de dividendos, en caso de presentar mayores requerimientos de flujos.

Del mismo modo, se toma como favorable la adecuada cobertura geográfica de ventas en Chile con un total de 46 tiendas, y en el caso de Perú con 29 tiendas, además de la amplia red de proveedores con que cuenta el negocio de *retail* y la existencia de abastecedores alternativos.

La evaluación incorpora también como factores positivos el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Perú (país clasificado en grado de inversión) y el aporte del segmento inmobiliario a la diversificación de ingresos, negocio que ha ganado mayor relevancia en el último tiempo.

Además, se valoran los avances que ha tenido la compañía en la digitalización de sus procesos en Chile y Perú, tanto en el segmento *retail* como en el segmento financiero, lo que le ha permitido obtener un fuerte crecimiento en las ventas online (aumento de un 33% ventas *online* en 2019, respecto 2018), mayor conocimiento de sus clientes, fidelización y captación de estos.

Desde otra perspectiva, la categoría asignada se encuentra limitada por los riesgos propios de sus inversiones, fundamentalmente por los altos niveles de competencia existentes en todos los sectores en que participan las filiales (*retail* y bancario), tanto en Chile como en Perú; los riesgos asociados al deterioro del consumo (no de primera necesidad) y de las cuentas por cobrar durante los períodos contractivos; la necesidad de administrar el crecimiento necesario para mantener el posicionamiento de mercado y nivel de competitividad, y la dependencia de la empresa a los dividendos de sus filiales.

Otros factores de riesgo son la alta proporción de arriendos de los puntos de venta: aproximadamente un 78% de las tiendas en Chile son arrendadas, mientras que en Perú el 83% se encuentra en esta situación, sin embargo, esto se ve atenuado debido a que la compañía posee participación en trece malls entre Chile y Perú a marzo de 2020.

Otros puntos de riesgo son la exposición cambiaria de la empresa (mitigado en gran medida por uso de derivados) y el mayor riesgo económico y político de la inversión en Perú, donde el riesgo soberano es superior al de Chile.

Adicionalmente, el análisis considera el perfil de vencimientos del segmento no bancario que presenta descates en 2021. Sin embargo, esto es podría ser mitigado por el refinanciamiento de su deuda, la que se estima como altamente factible, en particular por la elevada holgura entre el valor de mercado estimado para sus activos y su deuda financiera individual. Además, el control del 100% de sus filiales facilita los préstamos relacionados.

La clasificación de los títulos accionarios de **Ripley Corp** en *Primera Clase Nivel 1* se sustenta en la elevada presencia bursátil de los papeles, que a marzo de 2020 alcanza un promedio mensual de 99,1% (últimos doce meses).

Ripley Corp, en opinión de la clasificadora, presenta una muy buena posición de liquidez, atendiendo al disponible que exhiben a la fecha, lo que permitiría a la compañía afrontar la menor actividad esperada para sus filiales en la coyuntura marcada por la pandemia, lo cual se refuerza aún más si se consideran las líneas no utilizadas con el sistema financiero. Cabe considerar que en el segundo semestre de 2019 el grupo vendió el Mall del Centro Concepción a su asociada inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A., conservando gran parte de los fondos captados; por otra parte, se han pospuesto temporalmente los proyectos de inversión en Perú (nuevos Mall). **Humphreys** estima que las empresas del grupo Ripley responderán más que satisfactoriamente a la crisis dentro del corto plazo.

Sin perjuicio de lo anterior, la calificación de la tendencia “*Desfavorable*” responde a que la clasificadora, post crisis de corto plazo deberá evaluar como quedan los balances de las compañías, ya que la acentuada baja en las ventas y el deterioro de las cuentas por cobrar en el negocio financiero debiesen incrementar el endeudamiento relativo. Ello con un período 2020-2021 con expectativas de bajo crecimiento económico y consumo débil.

En contraposición, es importante considerar que parte importante de la industria de venta al detalle quedará bastante debilitada (sin descarta la quiebra de operadores menores), tanto en Chile como en Perú, lo cual podría reforza la competitividad de Ripley; no obstante, ello es una situación que se deberá evaluar en su momento. Sin embargo, sin desconocer el estrés que implica la situación coyuntural, en el largo plazo podría significar una oportunidad para al área comercial del grupo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Alto valor económico de sus inversiones.

Fortalezas complementarias

- Control de política de dividendos de filiales.
- Operaciones en distintos rubros y países permitiendo sinergias entre estos.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia en el rubro y solidez financiera y comercial.
- Adecuada capacidad de abastecimiento.

Riesgos considerados

- Fuerte competencia al interior de la industria en que participan las filiales (atenuado por su importancia relativa dentro del sector).
- Sensibilidad de la demanda ante ciclos económicos.
- Exposición cambiaria, tanto por la operación de *retail*, como su presencia en diversos países.
- Riesgos propios de las filiales (atenuado por diversidad de negocios).
- Dependencia de dividendos de las filiales (atenuado por controlar la política de reparto de utilidades) para enfrentar su calendario de vencimientos.
- Alta proporción de puntos de venta bajo modalidad de arriendo (mitigado por la participación que tiene en malls).
- Presión al crecimiento (énfasis en comercio digital) y, por ende, a la necesidad de financiar el capital de trabajo (atenuado por la experiencia ante distintos escenarios sectoriales y económicos).

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2019

En 2019 los ingresos de **Ripley Corp** llegaron a \$ 1.727.426 millones, lo que es un incremento de 1,5% en relación con el ejercicio de 2018. Dentro de este crecimiento destaca las ventas de los canales digitales, en donde Ripley.com alcanza una representación del 19,7% de las ventas *retail* consolidadas.

Los costos de ventas subieron 4,9%, alcanzando \$ 1.118.798 millones en 2019, con lo que el margen de explotación fue de \$ 608.628 millones (35,2% respecto de los ingresos, en comparación a 37,4% en 2018).

Por su parte, el resultado operacional llegó a \$ 35.402 millones, lo cual significó una disminución de 53,5% respecto del año anterior. El EBITDA del período alcanzó a \$ 151.641 millones, lo que implicó una caída de 7,5% respecto de 2018.

El resultado reportado por la emisora totalizó ganancias por \$ 100.504 millones en 2019, un 44,3% superior a lo obtenido en 2018, producto la menor ganancia en la valorización de propiedades de inversión a valor razonable en asociadas.

Resultados primer trimestre 2020

El primer trimestre de 2020, los ingresos totales cayeron un 8,4% respecto del mismo período del año anterior, explicados por la caída de las ventas del segmento *retail*; asimismo el costo de ventas disminuyó un 4,3%. De esta manera, la ganancia bruta cayó en 15,3%, ya recogiendo parte de la menor actividad económica exhibida en Chile y Perú, provocado por la pandemia.

El EBITDA de la compañía, por su parte, totalizó \$ 24.155 millones inferior en un 39,2% respecto del mismo periodo del año anterior.

Finalmente, durante el trimestre el emisor registró una pérdida por \$ 11.995 millones, lo que implicó una disminución de 275,7%% en comparación con el primer trimestre de 2019.

Definición categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+” corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Primera Clase Nivel 1

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Oportunidades y fortalezas

Solidez financiera y comercial de las filiales: Ripley Chile y Ripley Internacional -filiales de **Ripley Corp** y generadoras de flujos del *holding*, principalmente Ripley Chile- son las matrices de un grupo de empresas orientadas al desarrollo de actividades comerciales, a través de las áreas de *retail* (tiendas por departamento), bancaria (principalmente en apoyo de las ventas a crédito de las tiendas) e inmobiliaria (participación en la propiedad tanto en asociaciones como desarrollos inmobiliarios propios).

La solidez financiera, el posicionamiento y el reconocimiento de su marca son fortalezas de **Ripley Corp**. Ripley Chile presenta un posicionamiento consolidado, lo que se refleja en su participación de mercado de aproximadamente 21,1%⁷. La filial en Perú también posee un fuerte posicionamiento de marca, consolidado por la existencia de más de 20 años en dicho país.

⁷ Considerando las ventas *retail* de las empresas con información pública (2019).

Cabe señalar, que Ripley Chile se encuentra clasificada en “*Categoría AA-*” por **Humphreys** y durante 2019 sus ingresos ascendieron a US\$ 1.488 millones, representando cerca del 64,5% de los ingresos consolidados de su matriz.

Control de política de dividendos de filiales: **Ripley Corp** controla el 100% del capital accionario de sus empresas filiales, lo que le permite ejercer pleno control de la política de dividendos de éstas, que posibilita adecuar los flujos de acuerdo a las necesidades de financiamiento requerido para enfrentar los pagos de los compromisos financieros de la matriz.

Sinergias entre rubros de *retail* y banco: Banco Ripley en Chile, a diciembre de 2019, según datos de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), era el segundo mayor emisor de tarjetas de crédito bancarias (excluidas aquellas de las casas comerciales) con aproximadamente un 18% de participación de mercado, en donde alrededor de 1,3 millones posee saldo. Lo anterior, además de ser un valioso activo por sí mismo, constituye una importante herramienta para continuar desarrollando el negocio crediticio y ampliando la oferta de productos, a través de sinergias con el Banco Ripley Chile.

Asimismo, las tarjetas emitidas en Perú han aumentado de manera sistemática en los últimos periodos, según información de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para el cierre del año 2019, Banco Ripley era el segundo mayor emisor de tarjetas de crédito bancarias con aproximadamente un 19% de participación de mercado, en donde 504 mil tarjetas poseen saldo, lo que representa una oportunidad de crecimiento importante.

Amplia red de proveedores y capacidad de oferta: La amplia red de proveedores de la que disponen las filiales dedicadas al *retail* y la existencia de alternativas a los mismos aseguran un adecuado abastecimiento para la compañía y una baja dependencia de ellos. A esto se suma el hecho que una importante parte de las compras se realiza fuera del país y se centralizan para Chile y Perú (en caso de los productos similares), situación que genera un gran poder de negociación para la empresa, aunque sujeto a las variaciones de los tipos de cambio múltiples. A diciembre de 2019, **Ripley Corp** mantiene un nivel de inventarios cercano a US\$ 372 millones.

Valor económico de sus activos: De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, el valor de los activos del emisor, si se determinan como múltiplo de sus utilidades, debiera superar en cerca de seis veces su deuda financiera directa (con desviación no relevante si se cambian los supuestos dentro de rangos razonables).

Factores de riesgo

Intensificación de la competencia directa y de sustitutos: En Chile, la competencia en el mercado de las tiendas por departamento es permanente y los grupos existentes se consolidan cada vez más como conglomerados que operan con distintos formatos.

En Chile, Ripley disputa el segundo lugar en participación con Paris (de Cencosud). En Perú, el espacio para crecer hace atractiva la entrada de nuevos competidores a un mercado en el que hasta ahora sólo operaban

Falabella, Ripley, Oeschle y, recientemente, Paris. Por otra parte, la masificación del *internet* en el comercio podría llevar a la desintermediación en el mercado de bienes transables, con el consiguiente impacto negativo para el emisor y la industria.

Cabe agregar, que Ripley Chile y Ripley Perú, durante 2019 implementaron fuertemente su plataforma *online*, la cual se ha visto potenciada últimamente debido a la pandemia, desmedro de las compras físicas, aumentando considerablemente su nivel de ventas a través de este canal. Junto con esto, ha implementado avances en el área digital lo que les ha permitido tener mayores eficiencias y mayor flujo y captación de clientes. Asimismo, dado que el sector se ha caracterizado por combinar la venta al por menor con el negocio crediticio, la reducción de la tasa máxima convencional podría acentuar la competencia en el *retail*.

Sensibilidad del consumidor ante ciclos económicos: La demanda de la industria de *retail* está fuertemente ligada a la actividad económica de un país. Así, las ventas al detalle orientadas al mercado de las personas se ven resentidas en períodos recesivos, en especial si se trata de productos prescindibles. Esta característica se presenta de forma similar en el comportamiento crediticio de los deudores, con lo que disminuye la tasa de recupero de los créditos.

Actualmente, la compañía en el segmento *retail* presentaba baja en sus ingresos, tanto en Chile como en Perú, debido a la pandemia, lo que impacta negativamente en el resultado de la compañía.

Necesidad de mantener y administrar el crecimiento: La industria en la que se desenvuelve la compañía requiere el continuo aprovechamiento de economías de escala, por lo que es necesario que la empresa alcance mayores niveles de eficiencia de manera de mantener su posición competitiva. En el caso de la filial Ripley Chile, esta expansión se origina de la necesidad de aumentar su cobertura de ventas, con énfasis en el comercio electrónico. En Perú este riesgo es mayor, pues existe aún bastante espacio para crecer, lo que incrementa la importancia relativa de las nuevas inversiones para financiar nuevos puntos de venta y el mejoramiento continuo de la administración de inventarios y aspectos logísticos, además de los canales *online*. Todo ello, en el contexto de necesitar allegar recursos a la matriz para que ésta responda a sus obligaciones financieras⁸, que a diciembre de 2019 alcanzan \$ 964.179 millones en el corto plazo y \$ 606.350 millones en el largo plazo.

Dependencia a los dividendos de las filiales: En forma individual, **Ripley Corp** no genera ingresos operacionales; por lo tanto, su fuente de ingresos recurrente queda supeditada al reparto de dividendos por parte de las filiales. Si bien es cierto que al tener el control de éstas la compañía posee decisión sobre el porcentaje de utilidades a repartir en cada periodo, existe el riesgo en términos contables de que las filiales, a pesar de efectivamente exhibir flujos de caja, no generen utilidad, lo que dificultaría el acceso a dichos recursos (sin desconocer que existen alternativas para el traspaso de fondos).

Riesgo país de la operación en el extranjero: Aunque el modelo de negocios que hay en Chile es replicable en términos comerciales en Perú, el entorno económico y político actual en este país es diferente al chileno, lo que agrega mayor incertidumbre a la rentabilidad de las inversiones. Se ha asignado "Categoría A1" y

⁸ Incluye el segmento bancario

“Categoría A3” (en otros casos BBB+) a los bonos de los gobiernos de Chile y Perú, respectivamente. Es decir, hay una diferencia en las categorías entre ambas clasificaciones, lo cual eleva el riesgo que asume **Ripley Corp** al incursionar en un país más riesgoso que Chile.

Exposición cambiaria: Parte importante de las compras de las filiales de *retail* son adquiridas de proveedores de países extranjeros en dólares, lo que hace sensible a dichas empresas a las fluctuaciones en las paridades cambiarias. Del mismo modo, este riesgo se presenta al repatriar en forma de dividendos las utilidades de la empresa en Perú, las cuales se encuentran en moneda local. Cabe mencionar, que actualmente este riesgo se encuentra controlado, según lo informado por el emisor, mediante contratos *forward*. No obstante, este tipo de políticas son susceptibles de variar en el tiempo.

Contratos de arriendo: Un porcentaje significativo de los locales de venta son arrendados a terceros (sólo el 22% de las tiendas en Chile son propias de un total de 46, en Perú la emisora es dueña del 17% de las tiendas de un total de 29). Sin embargo, esto se ve atenuado debido a que en todos ellos se mantienen contratos de largo plazo y que la compañía posee participación en trece malls entre Chile y Perú. En contraposición y en una perspectiva de largo plazo, esta situación podría dar mayor flexibilidad a la empresa si en el futuro se consolida una disminución de las ventas presenciales.

Antecedentes generales

La compañía

Si bien **Ripley Corp** se constituyó como sociedad *holding* en diciembre de 2004, sus filiales operativas, tanto en el ámbito del *retail* como del negocio financiero, presentan una antigüedad superior, que en el caso de la venta al detalle sobrepasa los 50 años.

Actualmente, la emisora, por medio de sus filiales operativas, opera en Chile y Perú en el negocio *retail* a través de sus tiendas por departamento, en el negocio inmobiliario mediante la participación en centros comerciales y en el negocio financiero por medio de su negocio de tarjetas y de los Bancos Ripley.

El accionista principal y controlador de Ripley Corp S.A. es la sociedad Inversiones R Matriz Limitada (antes inversiones R S.A.), la que directa e indirectamente (a través de su filial Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil) es dueña de un 39,86% de las acciones en que se divide el capital de Ripley Corp S.A. Los controladores de Inversiones R Matriz Limitada son los hermanos Calderón Volochinsky, quienes, sumadas otras inversiones, alcanzan el 42,84% de la propiedad de Ripley Corp S.A.

Composición de los flujos

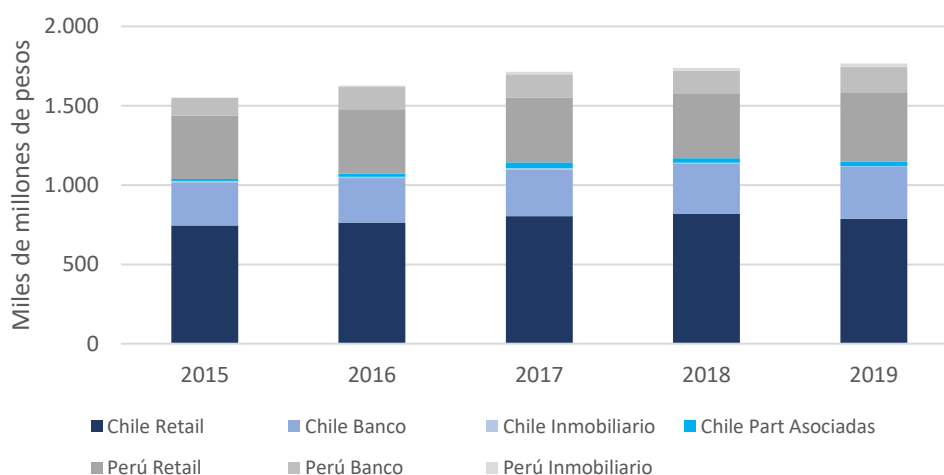
La estructura de flujos de **Ripley Chile** se desglosa en tres líneas de negocios: segmento *retail*, segmento financiero y segmento inmobiliario; cada uno desarrollado en Chile y Perú.

La división de los estados financieros en sus tres segmentos operativos, según NIIF 8, muestra que en términos de ingresos, sin considerar ajustes por consolidación, destaca la elevada importancia del segmento *retail*, representando a diciembre de 2019 un 70,5% del total de ingresos. El segmento financiero se posiciona como el segundo en importancia con una participación de un 28%, en tanto, el segmento inmobiliario representa un 1,4%.

No obstante, en términos de EBITDA, destaca la importancia del negocio financiero representando a diciembre de 2018 un 67,6% del total, seguido por *retail* e inmobiliario con un 21,8% y 10,7%, respectivamente.

En las *Ilustraciones 1 y 2* se muestra la composición y evolución del ingreso y EBITDA, respectivamente, por línea de negocio⁹.

Ilustración 1
Estructura de ingresos por segmento
2015 - 2019



⁹ No considera oficinas centrales ni ajustes de consolidación.

Ilustración 2
Estructura de EBITDA por segmento
2015 - 2019

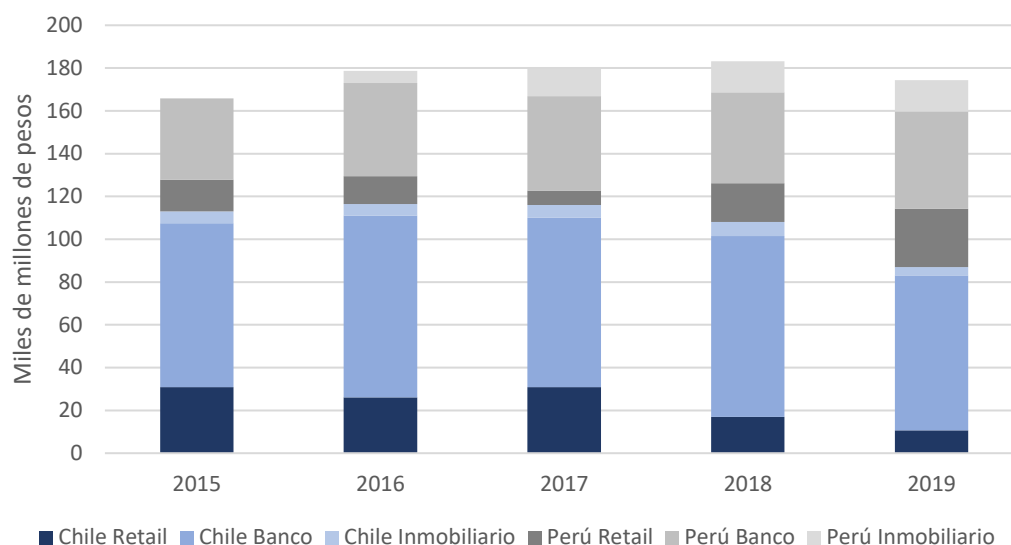
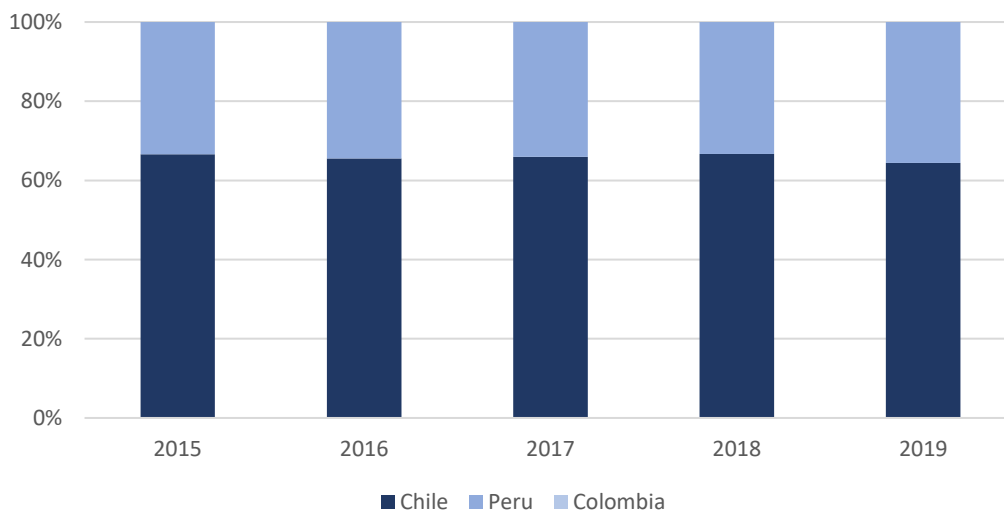


Ilustración 3
Distribución Ingresos por país
2015 - 2019



Líneas de negocios

La operación de **Ripley Corp** se realiza a través de las compañías que dependen de las filiales Ripley Chile y Ripley Internacional (Perú).

Ripley Chile S.A.

Ripley Corp posee el 99,99% de la propiedad de Ripley Chile, que a su vez controla directa o indirectamente las siguientes subsidiarias: Banco Ripley, Corredora de Seguros Ripley Limitada, Comercial Eccsa S.A., CAR

S.A., Ripley Store SpA y otras sociedades inmobiliarias, comercializadoras y de crédito, dedicadas al negocio *retail*, banco e inmobiliario.

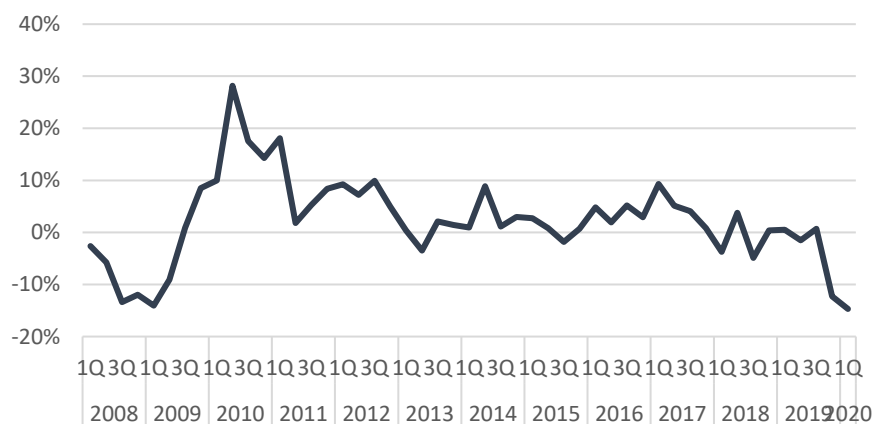
Aspectos relevantes en el éxito de las tiendas por departamento son: la ubicación y formato de las tiendas, la variedad de productos que ofrecen a los consumidores, el otorgamiento de crédito, una marca reconocida y bien posicionada, su capacidad logística y la fortaleza negociadora con la que se compra a los proveedores. Dada la situación actual del país, lo que ha provocado que se cierren tiendas, la importancia de los canales *online* ha aumentado considerablemente.

Segmento *retail*

Opera las tiendas por departamento de la cadena. A la fecha, suma 46 puntos de venta activos (17 en Santiago y 29 en regiones), con una superficie total de ventas de más de 290.000 m². Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

La Ilustración 4 presenta la variación real en el *same store sales* (SSS)¹⁰ en las tiendas por departamento de Ripley Chile. Se aprecia que en 2019 este indicador mostró un leve aumento durante el tercer trimestre del año para luego evidenciar una caída, debido al estallido social, lo que provocó el cierre de algunas tiendas. A marzo de 2020 alcanza una variación negativa de 14,7%.

Ilustración 4
Same Store Sales Chile
(porcentaje / 2008 - 1Q 2020)



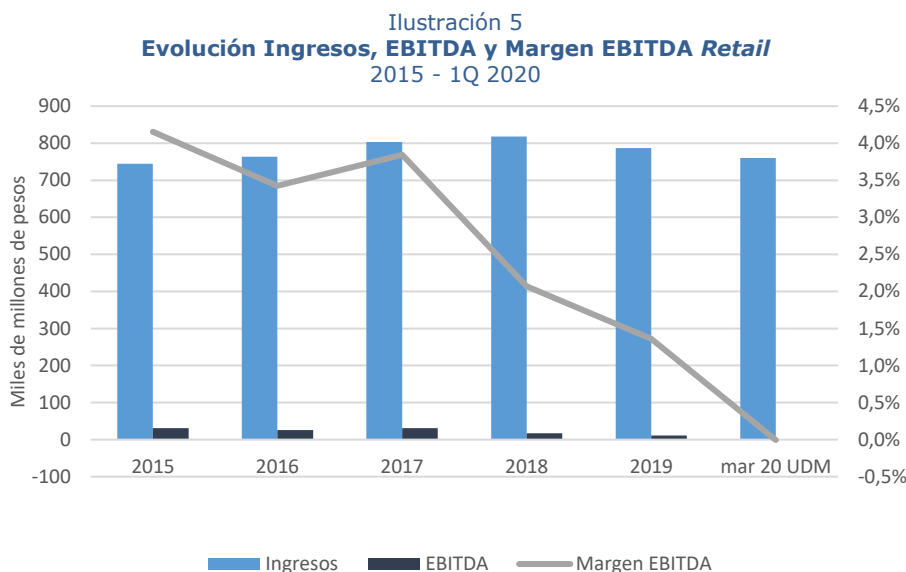
Con respecto a la composición de las ventas de Ripley Chile, se aprecia un patrón estacional, con un incremento de las ventas hacia el último trimestre del año, propio de los *retails*. Cabe señalar que esta clasificadora tuvo acceso a la distribución por rubro de las ventas, en donde solo uno¹¹ representa más de un 30% de las ventas totales, lo cual se produjo por un cambio en el mix de ventas debido a la coyuntura actual.

¹⁰ 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.

¹¹ A marzo de 2020, el principal departamento representó el 30,4% de los ingresos.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2020, el segmento *retail* en Chile representa aproximadamente 44,6% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 760.241 millones; no obstante; el EBITDA de este segmento fue de \$ 41 millones negativo. En cuanto al margen EBITDA, este muestra una tendencia a la baja alcanzando al año móvil a marzo de 2020 un porcentaje cercano al 0%.



Segmento bancario

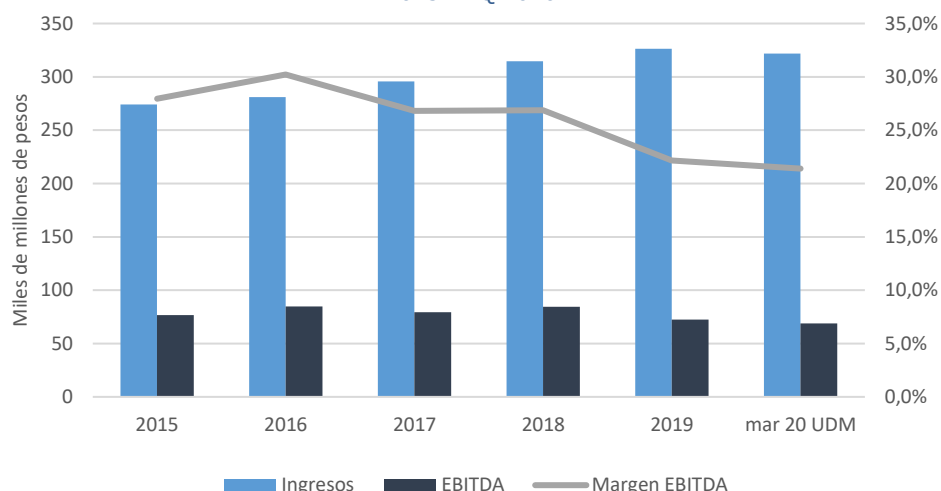
Banco Ripley comenzó sus operaciones en mayo de 2002, definiéndose como un banco orientado principalmente a las personas de ingresos medios, mediante la entrega de créditos de consumo y depósitos a plazos, preferentemente, sin desconocer la ampliación de la oferta de productos en los últimos años.

El Banco Ripley tiene una participación mayoritaria en Car S.A., emisora de la Tarjeta Ripley y encargada de administrar la cartera de clientes. Su principal activo está constituido por las cuentas por cobrar a los deudores (usuarios de la tarjeta), los cuales se financian con las captaciones de Banco Ripley.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2020, el segmento financiero en Chile representa aproximadamente 18,9% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 321.885 millones; no obstante; el EBITDA de este segmento genera \$ 68.880 millones presentando un 44,0% del total. En cuanto al margen EBITDA, este muestra una tendencia a la baja en los últimos años alcanzando al año móvil a marzo de 2020 un 21,4%.

Ilustración 6
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Financiero
2015 - 1Q 2020



Segmento inmobiliario

La compañía posee inversiones en el sector inmobiliario. A continuación, se presenta un resumen de los *malls* en los cuales posee participación **Ripley Chile** a diciembre de 2019.

Mall	Superficie arrendable (m2)	Empresa propietaria	% propiedad de Ripley Chile	Apertura
Marina Arauco	82.600	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A. ¹²	50,0%	1999
Mall del Centro de Curicó	52.800	Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.	50,0%	2006
Mall Plaza Alameda	60.600	Nuevos Desarrollos S.A. ¹³	22,5%	2008
Mall Plaza Sur	77.800	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2008
Mall Plaza Mirador Bío Bío	44.900	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2012
Mall Concepción	36.800	Ripley Chile	50,0%	2012
Mall Las Américas	24.400	Nuevos Desarrollos S.A.	21,0%	2013
Mall Plaza Egaña	94.400	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2013
Mall Plaza Copiapó	46.100	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2014
Mall Plaza Los Dominicos	94.900	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2017
Mall Plaza Arica	33.400	Nuevos Desarrollos S.A.	22,5%	2018

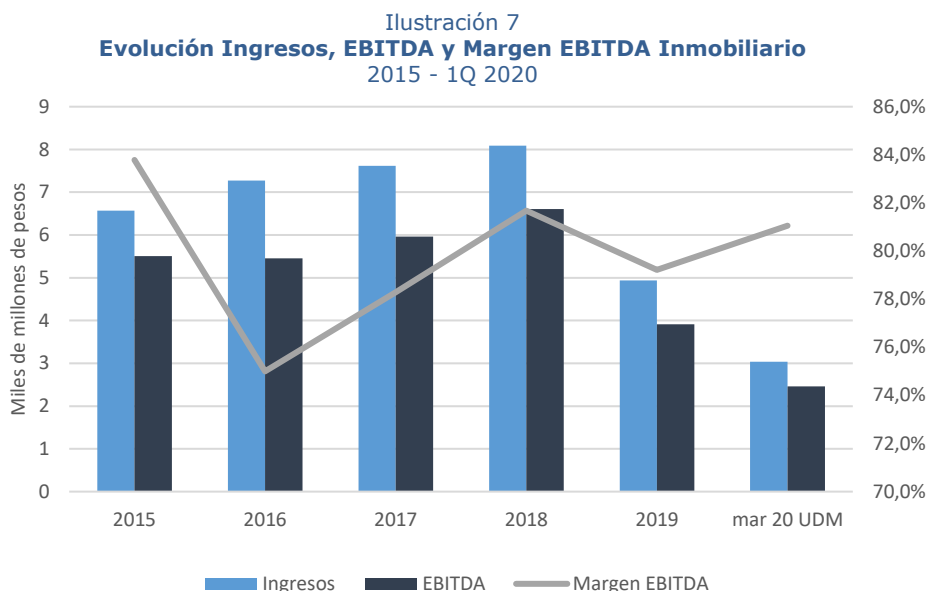
Cabe señalar, que actualmente **Ripley Chile** posee participación en el negocio inmobiliario, siendo socio minoritario de Nuevos Desarrollos S.A. con un 22,5% de la propiedad, teniendo, además, 50% de la propiedad de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A.

¹² Comparte propiedad con Parque Arauco.

¹³ Comparte propiedad con Mall Plaza.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2020, el segmento inmobiliario en Chile representa aproximadamente 0,2% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 3.034 millones, en tanto, el EBITDA de este segmento genera \$ 2.459 millones presentando un 1,6% del total. En cuanto al margen EBITDA, este alcanza, al año móvil a marzo de 2020, un 81,1%.



Ripley Internacional S.A.

Ripley Corp es propietaria del 99,95% de la sociedad Ripley Internacional S.A. que, a su vez, controla de forma directa a las sociedades Inversiones Ripley Perú Limitada e Inversiones en Tiendas por Departamento Ltda. y las subsidiarias indirectas Tiendas por Departamento Ripley S.A., y Banco Ripley Perú S.A., sociedades dedicadas al negocio del *retail* y bancario en Perú, respectivamente, así como Mall Aventura.

Segmento retail

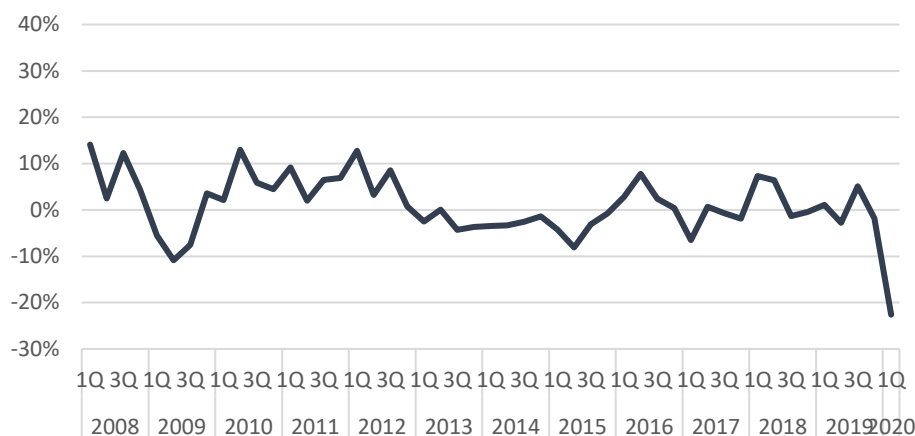
En Perú, Ripley cuenta con 29 tiendas por departamento de formato similar a las que operan en Chile, 16 de ellas ubicadas en Lima, con un total de superficie de ventas de casi 190 mil m². Ripley posee un fuerte posicionamiento de marca en el mercado peruano de tiendas por departamento, mientras que el resto del mercado es servido principalmente por Saga Falabella y Oeschle.

La Ilustración 8 muestra la variación nominal en el *same store sales* (SSS)¹⁴ en las tiendas por departamento de Ripley Perú (medida en soles peruanos). Se aprecia que, en 2019, este indicador presentó un comportamiento bastante volátil, evidenciando al término del año una baja donde alcanza valores negativos,

¹⁴ 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.

sin embargo, hacia el primer trimestre de 2020, se observa una caída llegando a niveles del 22,6%, causado principalmente por el cierre de tiendas debido a la pandemia.

Ilustración 8
Same Store Sales (%) Perú
2008 - 1Q 2020



Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2020, el segmento *retail* en Perú representa aproximadamente 25,2% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 430.323 millones; no obstante; el EBITDA de este segmento genera \$ 26.377 millones presentando un 16,8% del total. En cuanto al margen EBITDA, este muestra un alza desde un 1,6% en el año 2017, estabilizándose en el año 2019 y alcanzando en el año móvil a marzo de 2020 un 6,1%.

Ilustración 9
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Retail
2015 - 1Q 2020



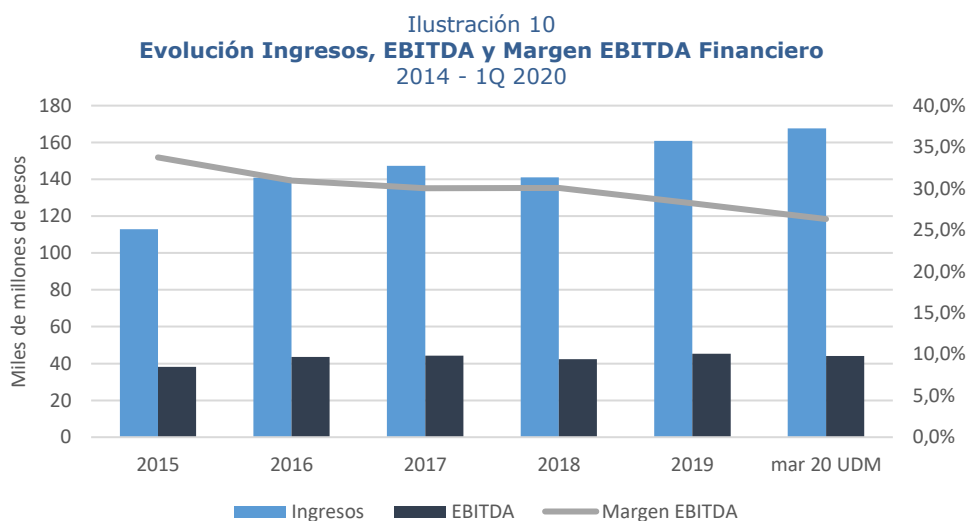
Segmento bancario

Banco Ripley Perú es una filial en la que **Ripley Corp** tiene una participación indirecta de un 100% y es quien emite la Tarjeta Ripley en Perú.

Banco Ripley Perú opera la Tarjeta Ripley Clásica, cuyo objetivo es financiar las compras en las tiendas Ripley y en establecimientos establecidos tanto dentro del país como internacionalmente, y permite a los clientes acceder a préstamos en efectivo y estar afiliados a más de 70 mil establecimientos a nivel nacional.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2020, el segmento financiero en Perú representa aproximadamente 9,8% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 167.716 millones; no obstante; el EBITDA de este segmento genera \$ 44.144 millones presentando un 28,2% del total. En cuanto al margen EBITDA, este muestra una tendencia estable en los últimos años alcanzando al año móvil a marzo de 2020 un 26,3%.



Segmento inmobiliario

En Perú, hasta junio de 2016, participaba en el área inmobiliaria a través de la sociedad Aventura Plaza S.A., compartiendo la propiedad con Falabella S.A.C.I. (cada una con un 40%). Esta alianza estratégica poseía cuatro centros comerciales en funcionamiento.

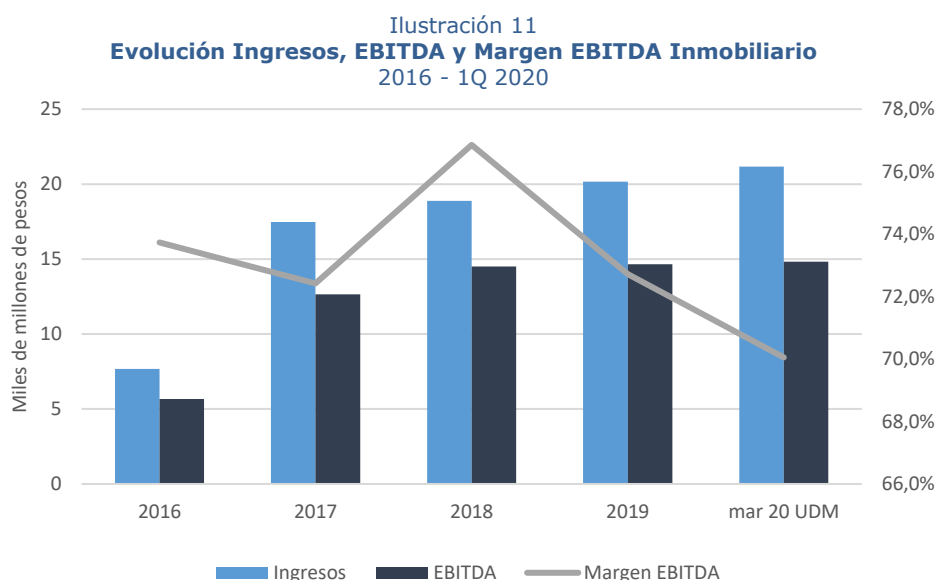
El 6 de julio de 2016, se procedió a la división de Aventura Plaza S.A., y **Ripley Corp** quedó en poder de dos de los centros comerciales de dicha sociedad, pasando a ser propietaria exclusiva de los mismos, a través de la filial Mall Aventura S.A. Dado ello, **Ripley Corp** comenzó a consolidar desde el tercer trimestre de 2016 los resultados y balances de esta nueva filial.

A continuación, se presenta un resumen de los malls de los cuales es propietaria Mall Aventura:

Mall	Superficie arrendable (m2)	Apertura
Mall Aventura Arequipa	71.400	2010
Mall Aventura Santa Anita	90.300	2012

Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a marzo de 2019, el segmento inmobiliario en Perú representa aproximadamente 1,2% de los ingresos totales de **Ripley Corp**, generando \$ 21.162 millones, en tanto, el EBITDA de este segmento genera \$ 14.824 millones presentando un 9,5% del total. En cuanto al margen EBITDA, este alcanza, al año móvil a marzo de 2020, un 70,1%.



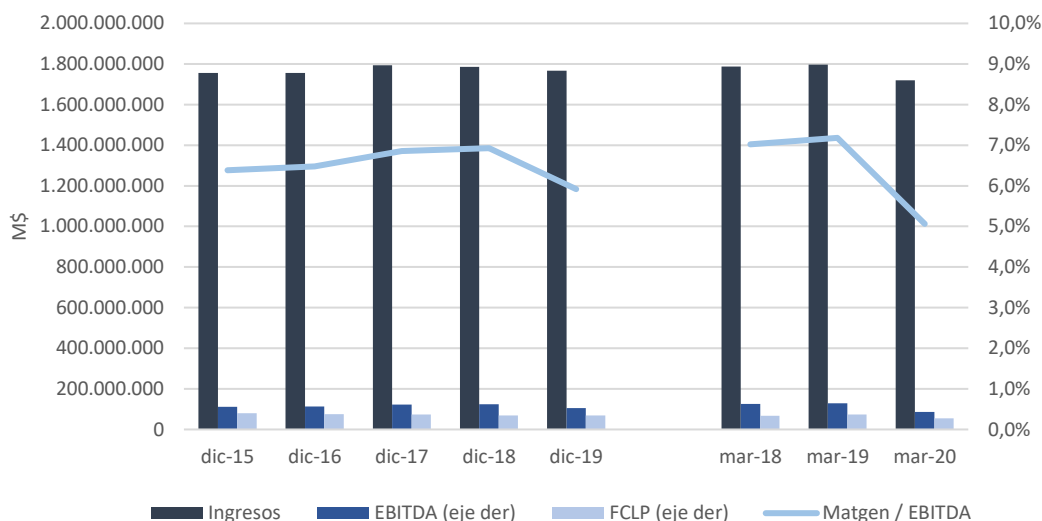
Análisis financiero¹⁵

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Ripley Corp** se han situado en un nivel de \$ 1.719 mil millones durante el año móvil finalizado en marzo de 2020, registrando una disminución real de 4,3% respecto del mismo período del año anterior. EL EBITDA consolidado alcanzó \$ 57.057 millones, lo que significa una caída de 32,5% respecto del año móvil terminado en marzo de 2019, representando un 5,1% de los ingresos exhibidos por la emisora en el año móvil a marzo de 2020.

¹⁵ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a marzo de 2019.

Ilustración 12
Ingresos, EBITDA, Margen / EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo¹⁶
(M\$ / 2015 - 1Q 2020)



Evolución del endeudamiento¹⁷

La razón de endeudamiento relativo $DF^{18}/FCLP$ muestra una tendencia al alza en los últimos años, alcanzando a marzo de 2020 valores alrededor de 30,6 veces. Por su parte, el indicador $DF/EBITDA$ supera ya las 19 veces.

Cabe señalar, que el incremento paulatino de los pasivos financieros de los últimos años sería consecuencia del mayor apalancamiento financiero que exhibe la subsidiaria Banco Ripley para financiar las operaciones de las tarjetas de crédito. Si se ajusta el indicador para eliminar el efecto del negocio bancario (donde los pasivos se cubren con las colocaciones de la entidad, beneficiándose además por el diferencial de tasas de interés), el *ratio* $DF/FCLP$ ajustado y que sería más adecuado para la estructura del *holding* se reduce a 12,9 veces a marzo de 2020, inferior a lo registrado en el mismo periodo del año anterior donde alcanzaba las 16,2 veces.

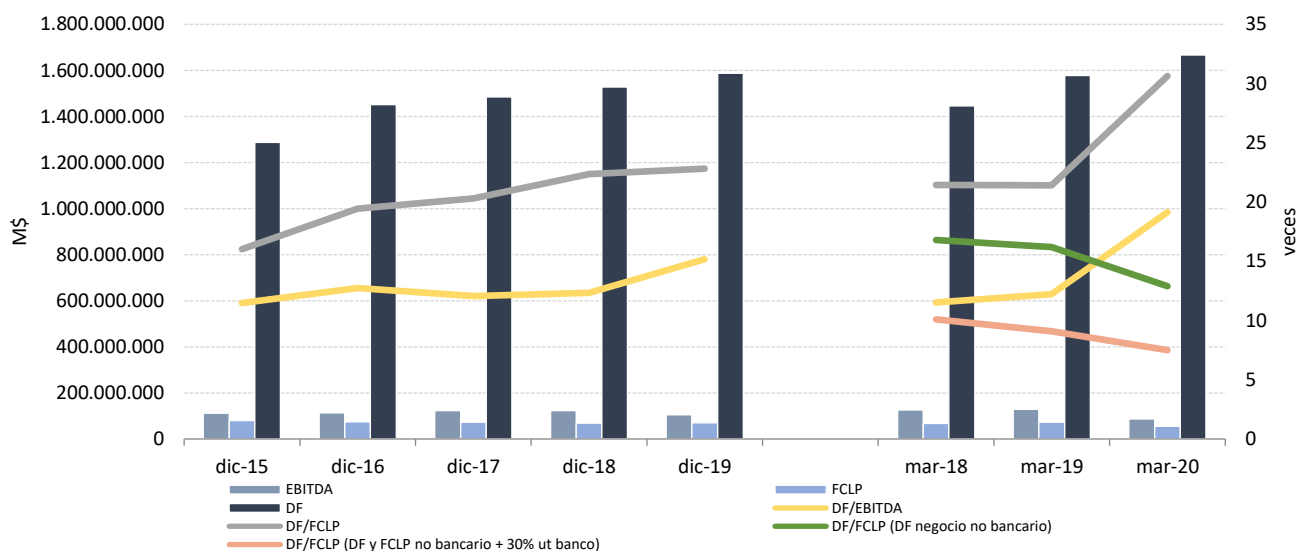
Del mismo modo, si además de no contabilizar la deuda bancaria en el cálculo del indicador, se descuenta del flujo de caja de largo plazo los flujos provenientes del negocio bancario, pero se agrega el 30% de las utilidades anuales del banco, el indicador presenta niveles de alrededor de las 7,51 veces (*Ilustración 13*).

¹⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

¹⁷ Para efectos de comparación no se considera el cambio de la NIIF 16 por arrendamientos.

¹⁸ Hasta 2014 la deuda financiera incluye cuentas por pagar a empresas relacionadas afectas a tasa de interés, pagadas el 2015.

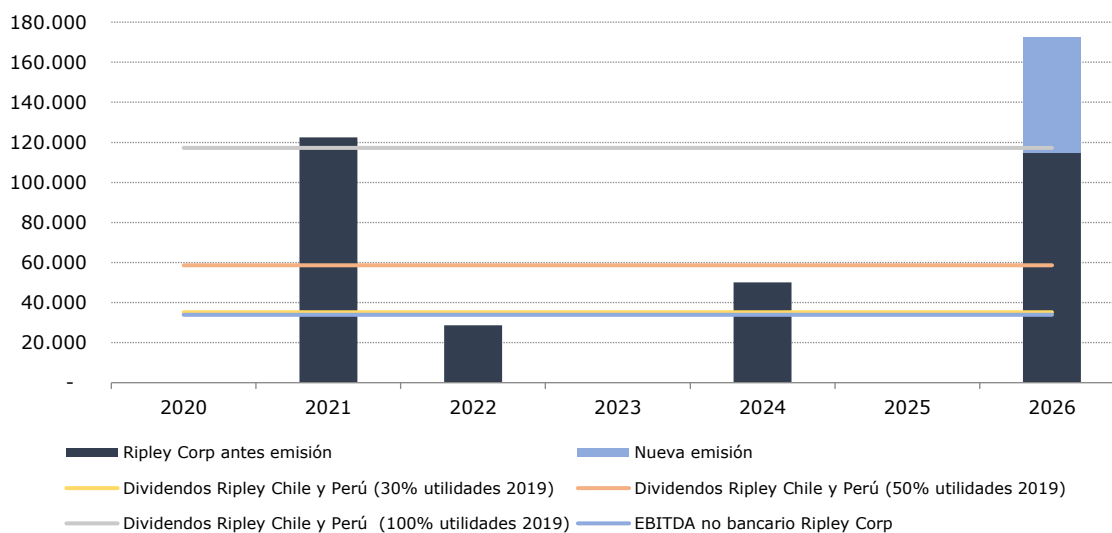
Ilustración 13
Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo
(MM\$ / 2015 – 1Q 2020)



Sin perjuicio de lo anterior, debe considerarse que las filiales están capacitadas para responder a sus deudas directas; bajo este contexto, el pasivo financiero de **Ripley Corp** se paga con los dividendos de las filiales o, en su defecto, con el uso de cuentas corrientes mercantiles u otros métodos alternativos.

La *Ilustración 14* muestra el perfil de vencimientos del segmento no bancario de **Ripley Corp** a mayo de 2020 incluyendo un probable futura emisión de bonos informada por la compañía, fondos que se utilizarían para refinanciar sus pasivos, contrastado con el nivel de dividendos estimados de la filial Ripley Chile. Se aprecia que la compañía presenta cierto descalce en 2021, pero susceptibles de refinanciarse, en particular por la elevada holgura entre el valor de mercado estimado para sus activos productivos y el saldo insoluto de su deuda financiera.

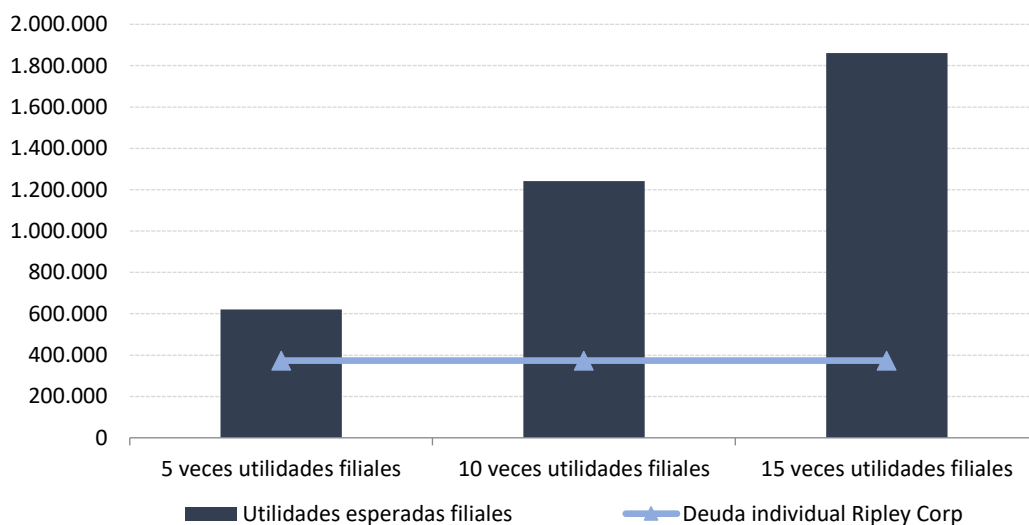
Ilustración 14
Perfil de vencimientos segmento no bancario Ripley Corp
(millones de pesos / 2020 – 2026+)



Relación deuda individual matriz y utilidades filiales

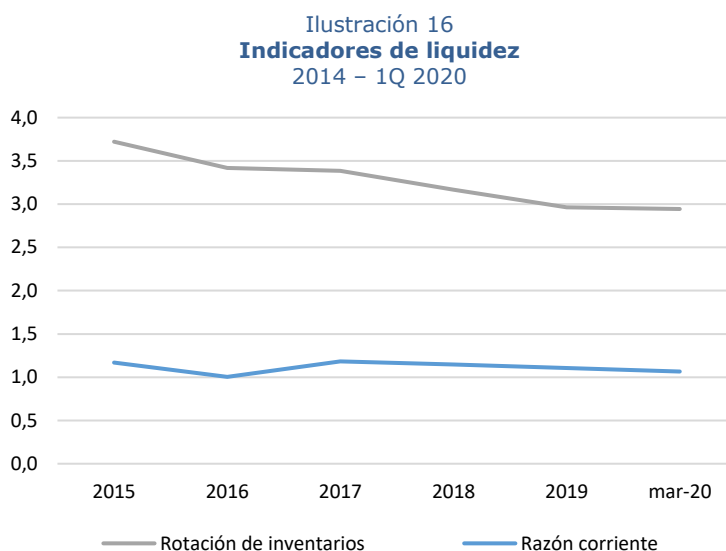
Dado el carácter de holding de **Ripley Corp**, es importante contrastar el valor económico estimado de sus activos con el valor de su deuda financiera individual. Para efectos de visualizar el valor económico, se utilizan diferente “múltiplos de utilidad” que reflejan escenarios disímiles, desde altamente pesimistas a otros muy optimistas (*Ilustración 15*).

Ilustración 15
Valor económico estimado
(millones de pesos)



Evolución de la liquidez y rotación de inventarios¹⁹

La liquidez de la compañía, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, ha mostrado niveles aceptables en los últimos años, manteniéndose por sobre uno, lo que se debe a la alta proporción de cuentas por cobrar entre sus activos corrientes. La razón corriente se ha situado en marzo de 2020 en un nivel de 1,1 veces, mientras que la rotación de inventarios no bancarios se ubica 2,9 veces.(ver *Ilustración 16*).



Evolución de la rentabilidad ²⁰

Los indicadores de rentabilidad, entre 2014 y 2015, mostraron una baja, incluso alcanzando valores negativos. Lo anterior, según lo señalado por la administración, responde a que los mejores resultados obtenidos tanto en Chile como en Perú, se vieron morigerados por el incremento en las pérdidas de las operaciones en Colombia, a la fecha discontinuadas. Luego, a 2016, las rentabilidades muestran una fuerte recuperación, las cuales tienden a disminuir en los siguientes periodos, sin embargo, exhiben mayor estabilidad en los últimos tres años (ver *Ilustración 17*).

¹⁹ Rotación de inventarios = costo de ventas / inventarios promedio (no bancario);

Razón corriente = activos corrientes / pasivos corrientes;

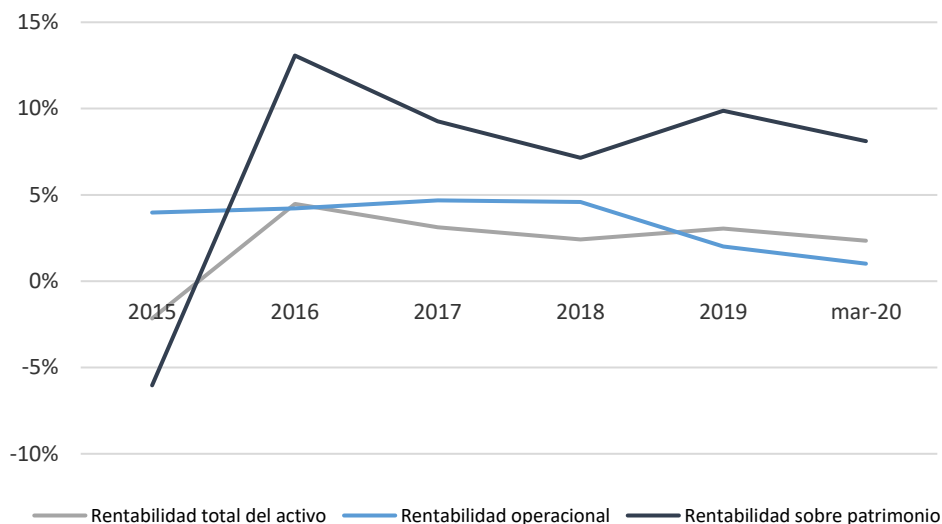
²⁰ Las rentabilidades han sido calculadas con flujos móviles.

Rentabilidad sobre patrimonio = Utilidad del Ejercicio / (Patrimonio Promedio);

Rentabilidad operacional = Resultado Operacional / (Activos corrientes Promedio + Propiedades, plata y equipos promedio) (no bancario);

Rentabilidad total del activo = Utilidad / (Activos Promedio).

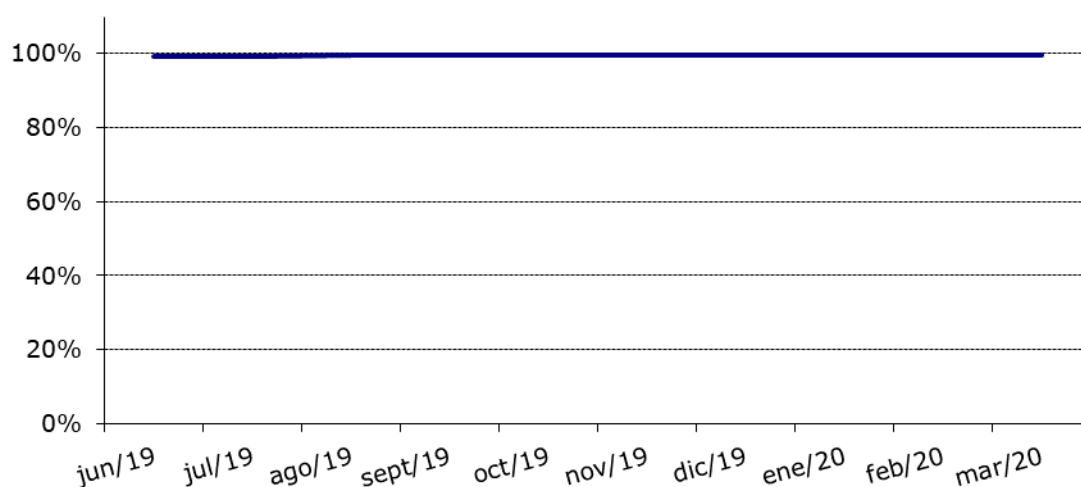
Ilustración 17
Indicadores de rentabilidad (%)
(2015 - Marzo 2020)



Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio. Es importante destacar que la presencia mensual de la acción alcanzó, a marzo de 2020, un promedio mensual de 99,5% (últimos doce meses)²¹.

Ilustración 18
Presencia Promedio (%)
(doce meses)



²¹ Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Covenants financieros

Covenants financieros		
	Línea de bonos	Marzo 2020
Nivel de endeudamiento ²²	No superior a 1,6 veces	0,75 veces

²² Nivel de Endeudamiento = Pasivos corrientes más pasivos no corrientes, ambos procedentes de negocios no bancarios / Patrimonio.

Ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020.T1
Liquidez (veces)	1,66	1,65	1,66	1,64	1,63
Razón Circulante (Veces)	1,00	1,18	1,15	1,11	1,06
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,00	1,18	1,14	1,11	1,06
Razón Ácida (veces)	0,81	0,96	0,92	0,91	0,86
Rotación de Inventarios (veces)	4,15	4,13	3,88	3,92	3,66
Promedio Días de Inventarios (días)	88,03	88,38	94,04	93,09	99,79
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	2,29	2,22	2,18	2,10	2,13
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	159,64	164,29	167,50	173,75	171,63
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,85	3,08	2,91	3,04	3,88
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	128,09	118,61	125,24	119,98	94,08
Diferencia de Días (días)	-31,55	-45,68	-42,25	-53,77	-77,55
Ciclo Económico (días)	-119,58	-134,06	-136,29	-146,86	-177,33
Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020.T1
Endeudamiento (veces)	0,67	0,66	0,66	0,71	0,71
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,00	1,94	1,98	2,49	2,46
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	2,63	1,66	1,75	1,27	1,27
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	12,75	12,08	12,35	18,94	23,91
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,08	0,08	0,08	0,05	0,04
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	74,39%	75,75%	74,91%	76,06%	79,35%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	2,50%	1,89%	1,80%	10,77%	10,39%
Veces que se gana el Interés (veces)	4,48	4,48	4,21	3,58	2,94
Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020.T1
Margen Bruto (%)	37,36%	36,91%	37,35%	35,25%	34,62%
Margen Neto (%)	7,13%	5,13%	4,08%	5,80%	4,85%
Rotación del Activo (%)	60,01%	60,39%	58,20%	48,43%	46,57%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	4,49%	3,13%	2,42%	3,05%	2,34%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,47%	3,12%	2,42%	3,05%	2,34%
Inversión de Capital (%)	30,38%	27,38%	26,08%	23,98%	23,98%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	339,18	8,03	9,28	11,34	18,15
Rentabilidad Operacional (%)	4,23%	4,68%	4,59%	2,02%	1,01%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	13,07%	9,27%	7,15%	9,88%	8,11%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	60,18%	60,73%	60,19%	60,90%	61,38%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	62,64%	63,09%	62,65%	64,75%	65,38%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	32,90%	31,95%	32,45%	32,85%	33,23%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	7,38%	8,11%	7,83%	3,52%	1,78%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	6,48%	6,85%	6,92%	5,92%	5,06%

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."