



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Ripley Chile S.A.

Agosto 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	Junio 2014 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos	Nº 543 de 07.08.2008
Serie E	Tercera emisión
Serie F	Tercera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS

M\$	2010	2011	2012	2013	Ene-Jun 2013	Ene-Jun 2014
Ingresos totales	731.782.158	782.617.027	830.915.266	861.716.501	416.262.942	465.809.102
Costo de ventas ²	-457.093.888	-489.008.067	-529.710.922	-532.172.250	-247.769.807	-282.810.599
Gastos de distribución y administración	-240.948.752	-252.130.844	-263.674.973	-280.335.265	-143.073.082	-158.230.789
Resultado operacional	33.739.518	41.478.116	37.529.371	49.208.986	25.420.053	24.767.714
Costos financieros	-12.537.916	-10.695.623	-14.904.308	-18.034.601	-8.613.260	-5.715.280
Utilidad del ejercicio	37.085.123	41.205.225	26.254.120	41.676.522	18.308.188	22.467.982
EBITDA ³	60.879.696	65.298.568	58.637.659	72.187.377	37.212.609	37.560.718

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2014. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2014 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Los gastos financieros asociados a las filiales bancarias son contabilizadas como un costo operacional

³ EBITDA bajo IFRS = Ingresos de actividades ordinarias - costo de ventas - costos de distribución - gastos de administración + depreciación y amortización.

Balance General Consolidado IFRS

M\$	31-Dic-10	31-Dic-11	31-Dic-12	31-Dic-13	30-Jun-14
Activos corrientes	394.313.572	410.081.427	599.281.557	642.124.001	677.043.218
Activos no corrientes	526.393.657	546.519.094	712.559.522	750.014.531	743.101.216
Total activos	920.707.229	956.600.521	1.311.841.079	1.392.138.532	1.420.144.434
Pasivos corrientes	157.609.023	181.776.712	269.843.523	439.266.238	413.491.235
Pasivos no corrientes	213.009.067	218.874.275	441.974.640	311.145.712	342.060.846
Total pasivos	370.618.090	400.650.987	711.818.163	750.411.950	755.552.081
Patrimonio	550.089.139	555.949.534	600.022.916	641.726.582	664.592.353
Total pasivos y patrimonio	920.707.229	956.600.521	1.311.841.079	1.392.138.532	1.420.144.434
Deuda financiera	208.151.940	228.372.580	499.895.348	517.220.513	561.135.855

Opinión

Fundamento de la clasificación

Ripley Chile S.A. (Ripley Chile) es la matriz de un grupo de empresas orientadas a la actividad comercial, la que desarrolla a través de tres áreas: *retail* (tiendas por departamentos), financiero (principalmente para apoyar las ventas a crédito de sus tiendas) e inmobiliario (participación en la propiedad de centros comerciales). Cabe señalar que en diciembre de 2013 el Banco Ripley se incorporó a la operación, dentro del segmento financiero.

Durante el ejercicio 2013 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 1.640 millones y un EBITDA de casi US\$ 138 millones. Mientras, al 31 de marzo de 2014 alcanzaba cuentas por cobrar por colocaciones de crédito (corrientes y no corrientes) por US\$ 1.155 millones y su deuda financiera, incluyendo la deuda de las filiales bancarias, alcanza a US\$976 millones.⁴

⁴ Si se excluye la deuda con empresas relacionadas, la deuda financiera con terceros alcanza a US\$791 millones).

Las principales fortalezas de **Ripley Chile** 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 reconoce anticipadamente las pérdidas esperadas de la cartera crediticia. Además la incorporación del Banco Ripley permite que el negocio financiero, sea sujeto a las regulaciones bancarias establecidas por la SBIF, y permite una correcta asignación y monitoreo de la deuda tomada por este segmento para financiar las cuentas por cobrar.

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 2014 la relación entre cartera de colocaciones neta de provisiones a deuda financiera era de 1,18 veces, y de 1,46 veces si se excluye la deuda con empresas relacionadas. Aun cuando estos indicadores son superiores a los registrados cuando Ripley Chile no incorporaba las operaciones del banco Ripley, los guarismos muestran la solidez de la compañía para apoyar su crecimiento, incluso con mayores niveles de endeudamiento.

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 limitada 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.

Adicionalmente, la clasificación de riesgo incopora el riesgo de una caída abrupta en las ventas de locales específicos, el riesgo implícito del negocio financiero (crediticio, de mercado y operativo) y la exposición al tipo cambio por la relevancia de las importaciones de productos.

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 y ésta aumente su escala absoluta y relativa.

Asimismo, para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acorde con los nuevos riesgos que vaya asumiendo.

Asimismo, los distintos cambios a la normativa pueden afectar la rentabilidad del negocio financiero. En efecto, nuevas restricciones a la Tasa Máxima Convencional (TMC) podrían afectar negativamente el segmento de negocios financiero de la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Larga trayectoria de su modelo central de negocio

Fortalezas complementarias

- Fuerte posicionamiento de mercado y de marca
- Negocio crediticio atomizado y con adecuado apalancamiento financiero.
- Supervisión especializada de la SBIF al segmento financiero

Fortalezas de apoyo

- Amplia cobertura de puntos de ventas
- Adecuada capacidad de abastecimiento

Riesgos considerados

- Presión al crecimiento y, por ende, a la necesidad de financiar el capital de trabajo (atenuado por la experiencia ante distintos escenarios sectoriales y económicos).
- Fuerte competencia al interior de la industria (atenuado por su importancia relativa dentro del sector).
- Sensibilidad a ciclos recesivos (impacto fuerte en resultados, pero susceptible de administrar).
- Debilitamientos de puntos de ventas (atenuado por número de locales).
- Riesgo crediticio y cambiario (posible de ser administrado).
- Mayor nivel de riesgo por operación bancaria (riesgo administrable y acotado por supervisión).

Definición categoría 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.

Antecedentes generales

Hechos recientes

Resultados 2013

El año pasado los ingresos de **Ripley Chile** llegaron a \$ 861.717 millones, con un incremento de 3,7% respecto de 2012, explicado principalmente por el aumento de las ventas del negocio *retail* de 3,2%, y un incremento de los ingresos del segmento bancario de 3,9%. El costo de ventas

del período, por su parte, aumentó en 0,5% (a \$ 532.173 millones), lo que significó un incremento del margen bruto de 9,4%, pasando de representar un 36,2% en 2012, a un 38,2% en 2013.

La compañía se ha enfocado en obtener una mayor rentabilidad, lo que incluye rediseño de tiendas, adaptación de las líneas de productos y mejoramiento de la relación precio/calidad de los productos, incorporando marcas exclusivas y disminuyendo el número de liquidaciones.

Además, como se mencionó anteriormente , durante 2013 se procedió a la incorporación del Banco Ripley al segmento bancario de Ripley Chile.

El total de costos de distribución y gastos de administración alcanzó a \$ 280.335 millones, con un incremento de 6,3%. Este mayor crecimiento, en comparación al de las ventas, se explica por la incorporación de nuevas tiendas, las que se encuentran aún en etapa de madurez. El resultado operacional de 2013 fue de \$ 49.209 millones, lo que significa un incremento de 31,1% respecto a lo registrado en 2012. Como consecuencia, el EBITDA llegó a \$ 72.187 millones (\$ 84.359 millones si se incluyen las ganancias de negocios conjuntos, principalmente la participación en centros comerciales). La empresa registró una ganancia de \$ 41.677 millones en 2013, esto es, un incremento de casi 59% respecto al guarismo exhibido en 2012.

Resultados primer semestre 2014

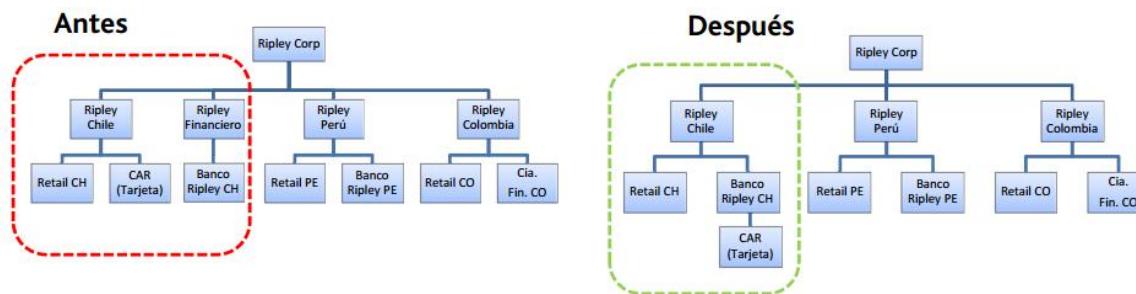
Durante el primer semestre de 2014 los ingresos totales se incrementaron en 11,9% en conjunto con una expansión de 14,1% en el costo de ventas (debido a efectos del paro portuario y en el retraso en la apertura de centros comerciales), conllevando a una caída de 2,6% en el resultado operacional, comparado con igual período de 2013. De esta manera, el EBITDA durante el primer semestre se redujo en 0,9% respecto a igual período del año anterior.

Eventos recientes

Durante diciembre de 2013 se reorganizó el *holding* Ripley, pasando el Banco Ripley a depender de Ripley Chile. A su vez, como muestra la

Ilustración 1, el negocio de tarjetas (dependiente de CAR) se hizo depender del Banco Ripley. En esa oportunidad, el segmento bancario de Ripley Chile registró, además, un incremento de su base patrimonial de aproximadamente \$130.000 millones.

Ilustración 1
Reorganización Corporativa Ripley



Oportunidades y fortalezas

Posición y reconocimiento de marca: Ripley es una de las tres principales tiendas por departamento de Chile, con cerca del 26% de participación de mercado. Asimismo, la marca se encuentra fuertemente posicionada en el mercado y es ampliamente reconocida por los consumidores (en parte por los 45 años transcurridos desde la inauguración de la primera tienda Ripley), situación que es reforzada por una constante campaña publicitaria.

El mercado chileno, en términos de ventas, se caracteriza por la presencia de un claro líder, seguido 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 un millón de tarjetas con saldo al primer trimestre de 2014 y deuda promedio de \$ 373 mil, 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.

Creciente sofisticación del negocio financiero: La posibilidad de entregar servicios financieros de mayor sofisticación a la cartera que actualmente dispone de la tarjeta Ripley, a

quienes se les podrá ofrecer la tarjeta de crédito Mastercard, bajo la modalidad de *revolving*, permitiría un mayor uso de este instrumento.

Adeuada 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 42 tiendas, de las cuales 22 están ubicadas en la Región Metropolitana, mientras que las restantes se encuentran 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 sus distribuidores. Asimismo, la amplia gama de productos ofrecidos, y la incorporación de nuevas marcas, 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 (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 (19,4% de los ingresos, netos de consolidación, fueron generados en el segmento bancario durante 2013), 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, riesgo que se ha intensificado luego de la incorporación del Banco Ripley a **Ripley Chile**. 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 trienio, 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. Más aún, la reducción de la Tasa Máxima Convencional (TMC) requeriría una adaptación del modelo de negocio bancario. No obstante, se reconoce que los *retailers* pueden morigerar el impacto de este cambio sobre los resultados de las compañías, rediseñando su estructura de comisiones y de precios.

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, con una caída real en los ingresos de 7,1%, y que podría manifestarse en caso de profundizarse la actual crisis internacional, con sus consiguientes efectos sobre la economía chilena), en especial cuando se trata de productos que no son de primera necesidad, lo que afecta las ventas del comercio en general, pero en particular de **Ripley Chile**, cuyas oferta está compuesta por bienes durables (los más afectados en recesiones) y vestuario (que no pertenece corresponde totalmente a bienes de primera necesidad). No obstante, se reconoce el cambio en el *mix* de marcas de vestuario, que podría desacoplar parcialmente su compra respecto del ciclo económico. Igual característica presenta el comportamiento crediticio de los deudores, aumentando la tasa de mora de los mismos. Sin embargo, en la actualidad la tasa de pago se mantiene en torno a 13,6%.

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, habiéndose incorporado la tienda de Costanera, en un área de Santiago donde Ripley previamente no tenía presencia.

Contratos de arriendo: Un porcentaje significativo de los locales de venta son arrendados a terceros (31 tiendas de un total de 42; correspondientes a más de un 81% de la superficie de venta). No obstante se reconoce que cinco tiendas están ubicadas en *malls* donde 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 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.

En 1993 se inauguró la primera tienda en un *mall* (Parque Arauco), dando inicio a un 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. Recientemente se ha reorganizado la estructura del conglomerado, concentrando todos los negocios financieros en Banco Ripley, el cual se ha hecho depender de Ripley Chile.

Propiedad y administración

Al 31 de junio de 2014 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	270.934.149.103	270.934.149.103	100,00%
RIPLEY INTERNACIONAL S.A	2	2	0,00%

A su vez, Ripley Corp S.A. es controlada por la familia Calderón Volochinsky, a través de Inversiones R III Matriz Limitada e Inversiones Familiares Sociedad Colectiva Civil.

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

Cargo	Nombre
Presidente	Felipe Lamarca Claro
Director	Verónica Edwards Guzmán
Director	Hernán Uribe Gabler
Director	Sergio Hidalgo Herazo
Director	Laurence Golborne Riveros

Distribución de ingresos

Ripley Chile es un *holding* empresarial que abarca tres áreas de negocios interrelacionadas y complementarias: *retail*, inmobiliario y financiero.

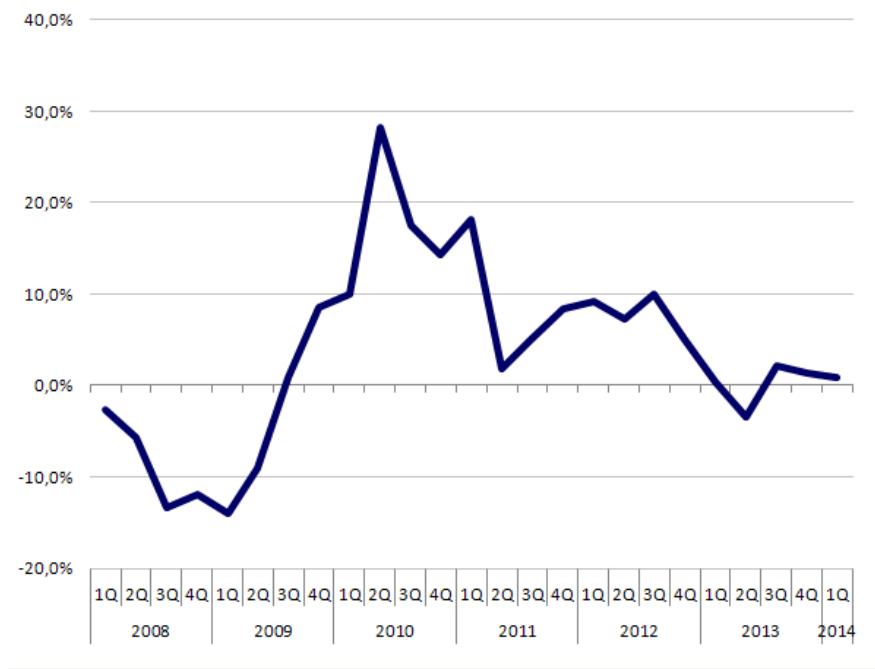
Área retail

Opera las tiendas por departamento de la cadena. A marzo de 2014 sumaba 42 puntos de venta activos (21 en Santiago y 21 en regiones), con una superficie total de ventas de 272.307 m². Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

La Ilustración 2 presenta la variación real en el *same store sales* (SSS)⁵ en las tiendas por departamento de Chile. Se aprecia que en las últimas observaciones este indicador ha presentado un comportamiento más débil, dado el menor dinamismo de la demanda agregada en nuestro país.

⁵ 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.

Ilustración 2
Same Store Sales



Área inmobiliaria

Se dedica a 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 y Mall Curicó.

Desde el 13 de enero de 2009 **Ripley Chile** es dueño de un 22,5% de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., propietaria de cinco centros comerciales (Mall Plaza Alameda, Mall Plaza Sur, Mall Plaza Bio Bio, Mall Las Américas⁶ y Mall Plaza Egaña), de otros tres terrenos ubicados en La Reina y Los Dominicos, y de una concesión en Valparaíso. El resto de la propiedad de esta sociedad corresponde a Mall Plaza, empresa controlada por SACI Falabella.

Durante octubre de 2012, a través de la subsidiaria indirecta Mall del Centro de Concepción S.A. se inauguró el Mall Concepción, donde **Ripley Chile** es dueña del 100% de la propiedad.

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 19 centros comerciales, siete de los cuales se ubican en la Región Metropolitana. El segundo actor es Cencosud, que

⁶ Donde es dueña del 21% de la propiedad.

cuenta con nueve centros comerciales a lo largo del país. El tercer participante es Parque Arauco, con ocho malls en Chile, seis de los cuales se encuentran en la Región Metropolitana. Otros actores son Walmart Inmobiliario (brazo inmobiliario de Walmart Chile, 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:

- Banco Ripley Chile

Banco Ripley comenzó sus operaciones en mayo de 2002, definiéndose como un banco orientado principalmente a las personas de ingresos medios, a la entrega de créditos de consumo y otros servicios financieros. Los productos que ofrece Banco Ripley a sus clientes son principalmente créditos de consumo y depósitos a plazo. El Banco Ripley, como se dijo anteriormente, tiene una participación mayoritaria en Car S.A., emisora de la Tarjeta Ripley.

- 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 actualmente mediante préstamos de empresas relacionadas (Comercial Eccsa S.A.), deuda que irá reemplazándose por financiamiento con terceros a través de Banco Ripley. Además, CAR tiene una cartera con la cual va obteniendo recursos para su propia operación, además de los préstamos señalados.

- 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 10.500 comercios afiliados, lo que permite el uso de la tarjeta en más de cien mil terminales de establecimientos y puntos de venta asociados. Además, se comenzó a emitir la tarjeta Ripley Mastercard, que permite acceder a toda la red de Transbank y ser utilizada en el extranjero. Además, el nuevo sistema tecnológico permite realizar operaciones de *revolving* de la deuda, operación no soportada por la Tarjeta Ripley. Con esto **Ripley Chile** busca incrementar la utilización de su tarjeta, tanto dentro como fuera de sus tiendas.

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.

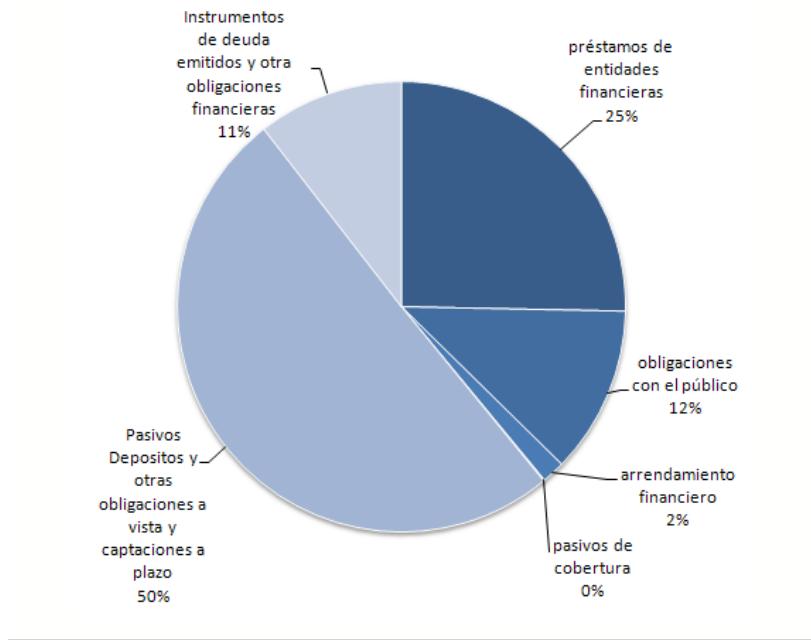
Las compras en el extranjero, principalmente vestuario, provienen en un porcentaje elevado de Asia (China, Hong Kong e India). La estructura de abastecimiento no difiere significativamente de los estándares de la industria local.

De acuerdo al estado de flujos de efectivo, en el ejercicio los pagos a proveedores por suministros de bienes y servicios alcanzaron los US\$ 1.629 millones, representando el 82,8% de los cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios (este guarismo alcanzó un 82,6% en el mismo período del año anterior).

Fuentes de financiamiento

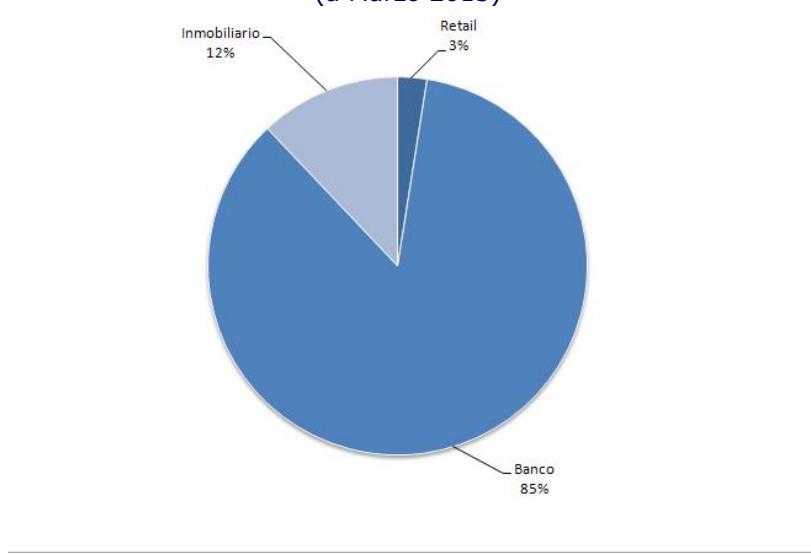
Las principales fuentes de financiamiento de la empresa, además de su patrimonio, provienen del mercado de capitales y del sistema bancario. La deuda total (excluyendo la deuda con entidades relacionadas y cuentas por pagar) es de \$436 mil millones, de los cuales un 50% corresponde a deuda por depósitos y obligaciones a la vista y captaciones a plazo, un 25% a préstamos de instituciones financieras, un 12% a obligaciones con el público, un 11% a instrumentos de deuda emitidos y otras obligaciones financieras y un 2% a operaciones de *leasing* (ver Ilustración 3).

**Ilustración 3
Composición Deuda Financiera
(a Marzo 2013)**



La Ilustración 4 muestra la desagregación de la deuda financiera, de acuerdo al segmento de operación en que se encuentra asignada. Se aprecia que el banco concentra aproximadamente un 85% de los compromisos financieros de la compañía.

**Ilustración 4
Composición Deuda Financiera
(a Marzo 2013)**



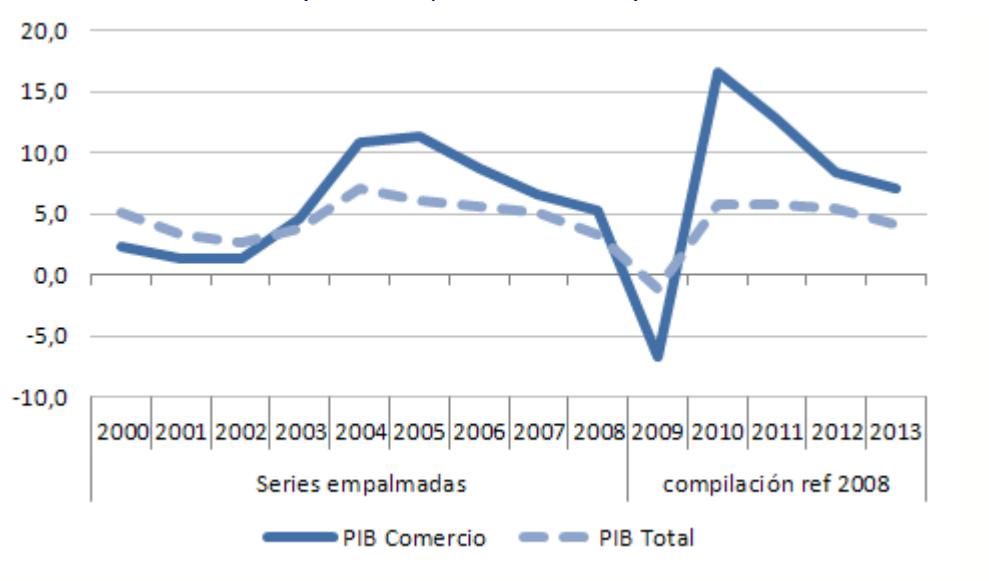
Además de lo anterior, la empresa tiene compromisos financieros con sus controladores, principalmente Ripley Corp, por un total de \$ 100.522 millones, que devengan una tasa de interés nominal de 7% anual en pesos, con vencimientos corrientes por \$ 9.540 millones, por lo cual la mayor parte de este compromiso se ubica en el largo plazo, incluso a más de diez años plazo.

Durante los próximos dos años se estima una inversión de más de US\$100 millones, con la apertura de cuatro tiendas y dos centros comerciales.

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, al igual que el emisor, 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 (PIB) ligado al comercio, dado que en Chile este sector se encuentra mayoritariamente en manos de grandes actores formales. A continuación, en la Ilustración 6 se presentan las tasas de variación porcentual anual del Comercio y del PIB Total del país:

Ilustración 5
PIB Total y PIB Comercio
(Variación porcentual anual)



Se aprecia que el PIB del comercio es elástico respecto al PIB total, expandiéndose más que este último en períodos de crecimiento, y contrayéndose en mayor medida que la economía total en períodos de recesión.

Análisis financieros

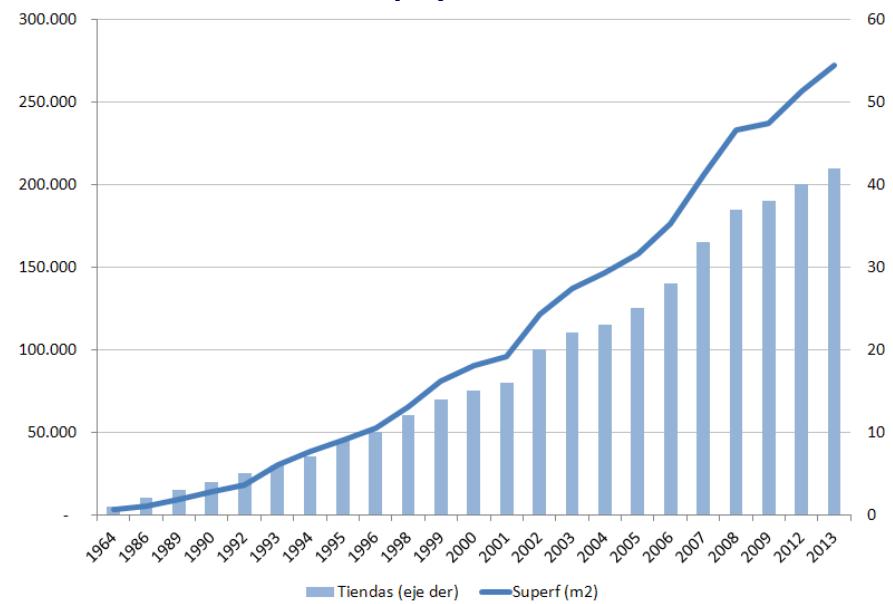
Evolución de ingresos, EBITDA y cartera de colocaciones⁷

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. Una vez superada la crisis económica de 2010, los ingresos entre el primer trimestre de 2011 y marzo 2014 crecieron a una tasa promedio anual de 2,3%.

El número total de tiendas de **Ripley Chile** alcanza a 42, luego de una pausa en los años 2008-2010, para hacer frente a la crisis *subprime*, como se aprecia en la Ilustración 6.

⁷ Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de marzo de 2014. 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 2014.

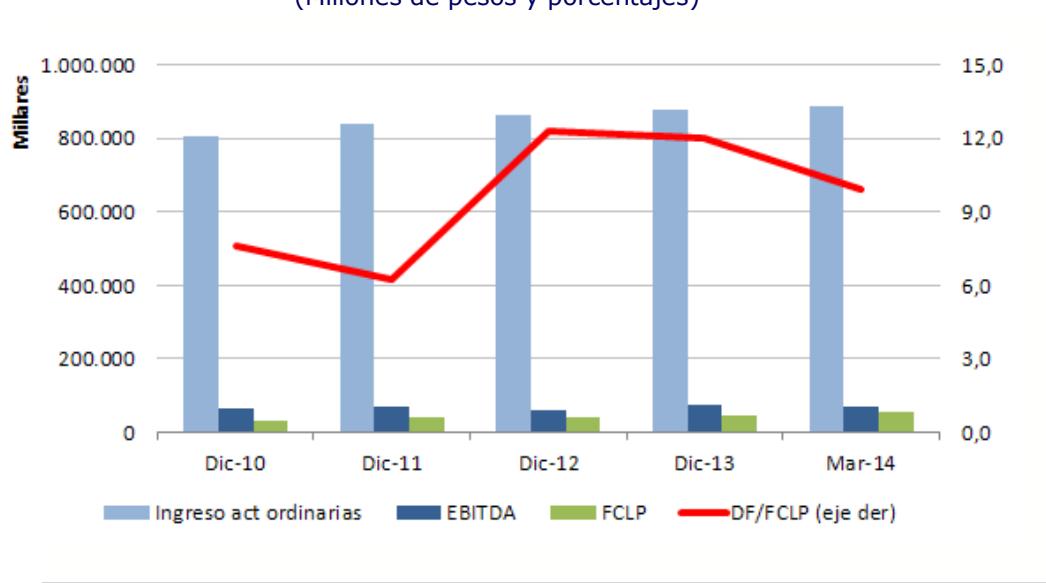
**Ilustración 6
Evolución Número de Tiendas y Superficie de Ventas
Ripley Chile**



La Ilustración 7 muestra los ingresos de la compañía, así como el EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo FCLP⁸, y la relación Deuda Financiera/FCLP. Se aprecia que este último indicador se incrementó a valores superiores a 12 en diciembre de 2012, pero se ha reducido a niveles inferiores a 10 en el primer trimestre de 2014. Con todo, se debe considerar que al haber incluido un negocio financiero, parte de la deuda está cubierta con las colocaciones y no se paga, necesariamente, con el flujo de caja operacional,

⁸ 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.

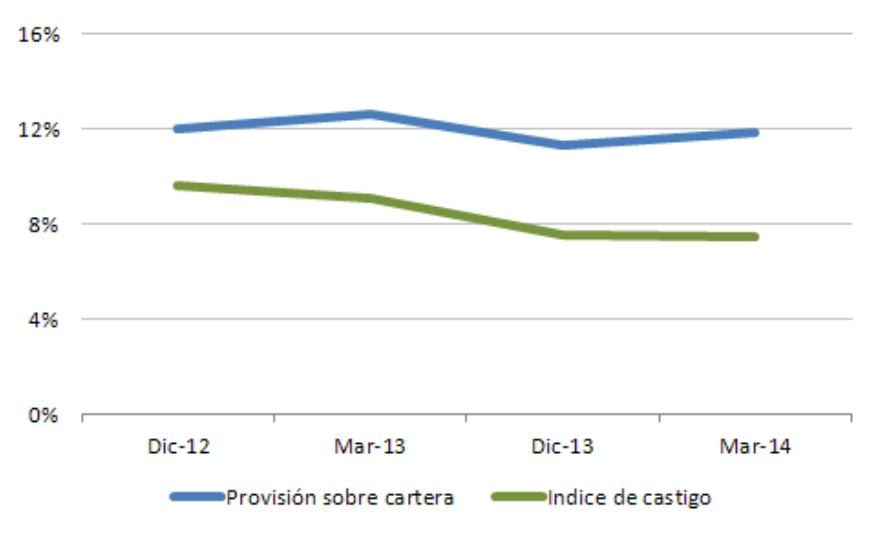
Ilustración 7
Ingresos Actividades Ordinarias, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo
y DF/FCLP
(Millones de pesos y porcentajes)



La cartera bruta de colocaciones de la Tarjeta Ripley se sitúa en torno a los \$421 mil millones en marzo de 2014. La Ilustración 8 muestra que las provisiones se han estabilizado en torno a un 12% de la cartera, en tanto que el índice de castigo ha mostrado una tendencia decreciente, exhibiendo un valor inferior a 8% en ese trimestre, lo cual es indicativo de la suficiencia del nuevo modelo de provisiones implementado por la emisora.⁹

⁹ A inicios de 2010 **Ripley Chile** cambió su modelo de provisionamiento, el cual se realiza en base a la pérdida esperada asociada a cada crédito en particular y no en función de los niveles de moras. Esto llevó a un incremento de los niveles de provisión respecto al anterior modelo, no asociado, necesariamente, a un deterioro de la cartera.

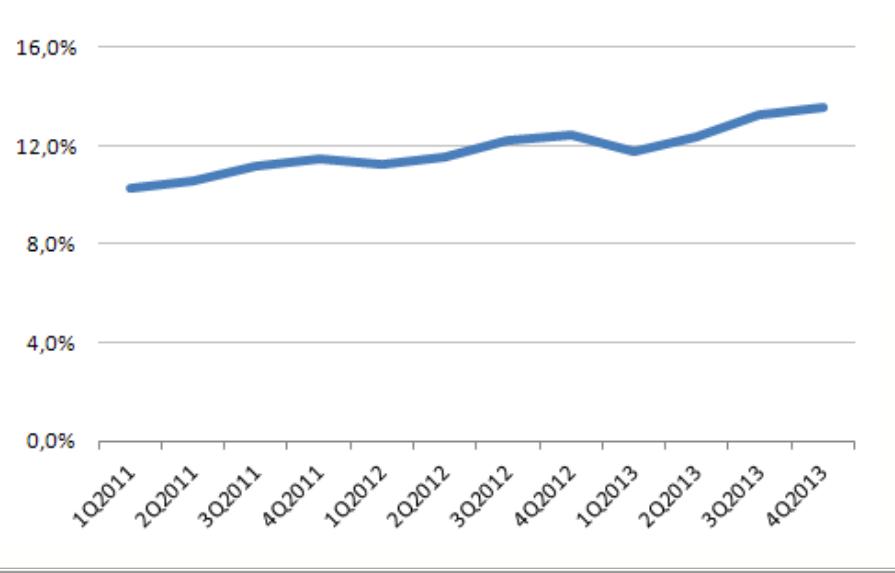
**Ilustración 8
Provisiones sobre Cartera e Índice de Castigo**



Tasa de pago¹⁰

La Ilustración 9 muestra la tasa de pago que exhibe la operación de las Tarjetas Ripley Chile para el período 2011-2013. Se aprecia una tendencia creciente, situándose en el último registro en un nivel de 13,6%.

**Ilustración 9
Ripley Chile
Tasa de Pago**



¹⁰ Tasa de pago = Flujo de Cobranza / Cartera Bruta del período

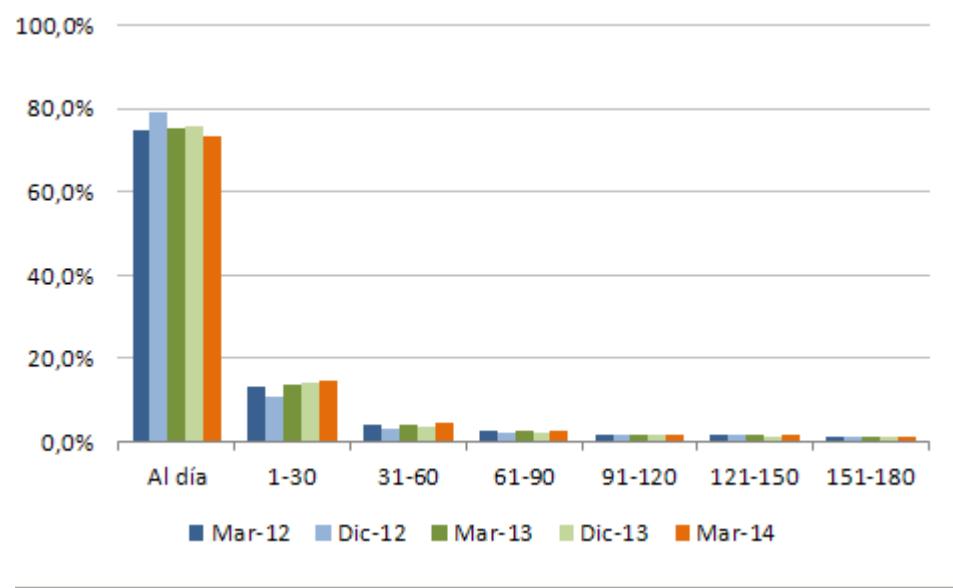
La política de apertura de tarjetas de crédito incorpora como factores de evaluación la acreditación de renta, verificación de buen comportamiento externo (sin problemas en el boletín comercial), verificación de domicilio, teléfono de red fija y edad entre 25 y 75 años.

Por otro lado, para calcular las provisiones se aplica un modelo estadístico, el cual se basa en el comportamiento del cliente y las exposiciones crediticias asociadas al perfil del éste y al tipo de producto financiero.

La suficiencia de la provisión por deterioro de la cartera, es monitoreada trimestralmente con el objeto de corroborar la cobertura sobre la cartera. Adicionalmente una empresa externa, experta e independiente¹¹, efectúa una revisión de la ejecución, capacidad de predicción y suficiencia de la provisión sobre la cartera de colocaciones.

La Ilustración 10 muestra la morosidad de la cartera bruta. Se aprecia que la cartera al día consistentemente se mantiene por sobre el 70% de la cartera bruta.

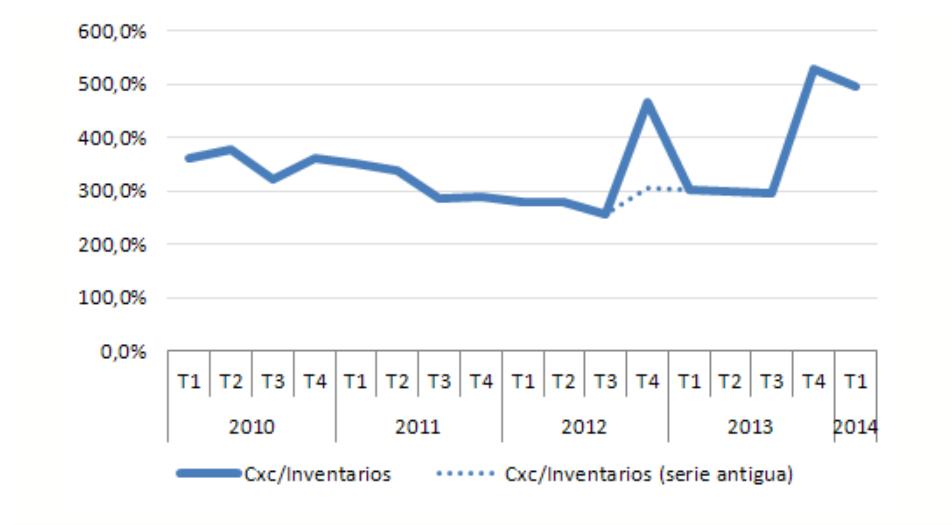
Ilustración 10
Tarjetas Ripley Chile
Estratificación Cartera Bruta



¹¹ CL Group

La relación cuentas por cobrar totales ¹²/inventarios ha mostrado un incremento como resultado de la incorporación del Banco Ripley a **Ripley Chile**, situándose en niveles superiores a 500% a comienzos de 2014. El efecto de esta incorporación puede cuantificarse al notar que, para diciembre de 2012, este indicador se incrementa desde valores cercanos a 300%, a casi 500% (ver Ilustración 11).

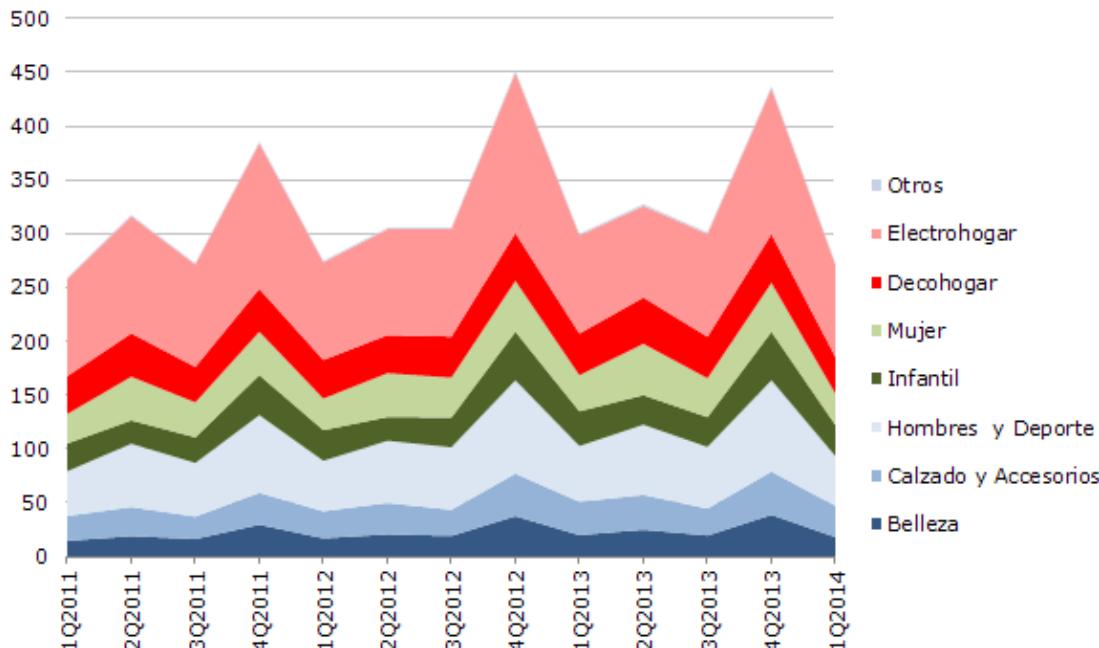
Ilustración 11
Ripley Chile
Relación cuentas por cobrar a inventarios
 2010.T1 – 2013.T1



El siguiente gráfico muestra la composición de las ventas de **Ripley Chile**. Se aprecia un patrón estacional, con un incremento de las ventas hacia el último trimestre de cada año. Se observa, además, la importancia de las ventas de electro-hogar dentro de las ventas totales.

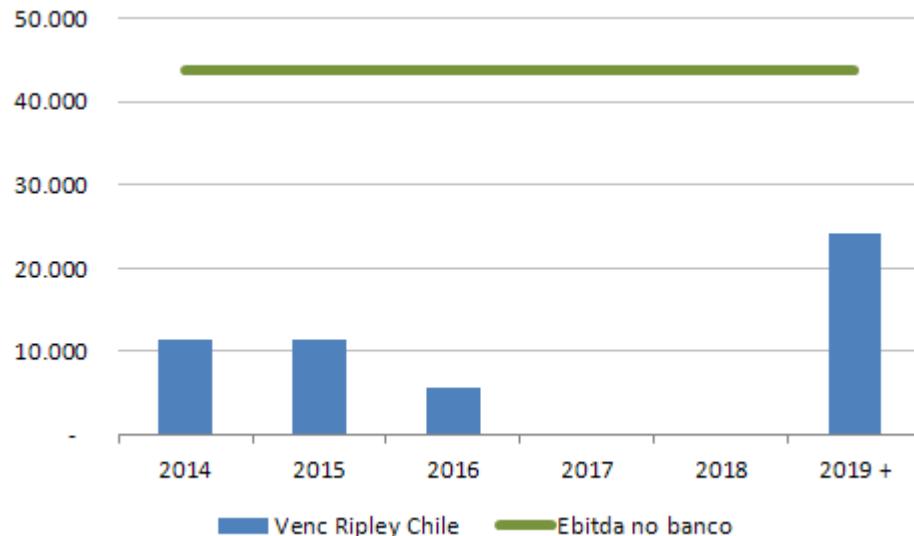
¹² Cuentas por cobrar totales (Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes + Derechos por cobrar no corrientes + Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente + Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente).

Ilustración 12
Ripley Chile
Composición Ventas
Millones de dólares



La Ilustración 13 muestra el perfil de vencimientos del segmento no financiero de **Ripley Chile**, contrastado con la generación de EBITDA del mismo segmento. Se aprecia que la compañía exhibe una importante holgura en sus vencimientos en todo el período considerado.

Ilustración 13
Perfil de Vencimientos Deuda Financiera y EBITDA no financiero
(Millones de Pesos)

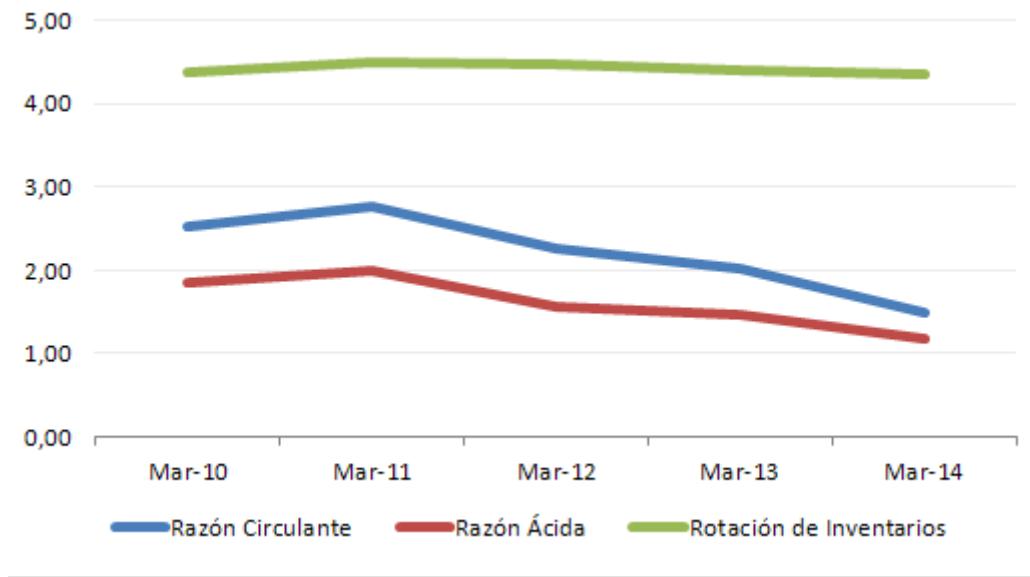


Evolución de la liquidez¹³

Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, la rotación de inventarios se ha mantenido en valores cercanos a 4,3; mientras que las razones circulante y ácida han mostrado una tendencia decreciente, pero aún en niveles superiores a la unidad.

¹³ Rotación de Inventarios = (Costo de Ventas – depreciación y amortización) / Inventarios promedio; Razón circulante = activos circulantes sobre pasivos circulantes; Razón ácida = (activos circulantes-existencias-gastos pagados por anticipado)/pasivos circulantes.

Ilustración 14
Ripley Chile
Evolución de la Liquidez

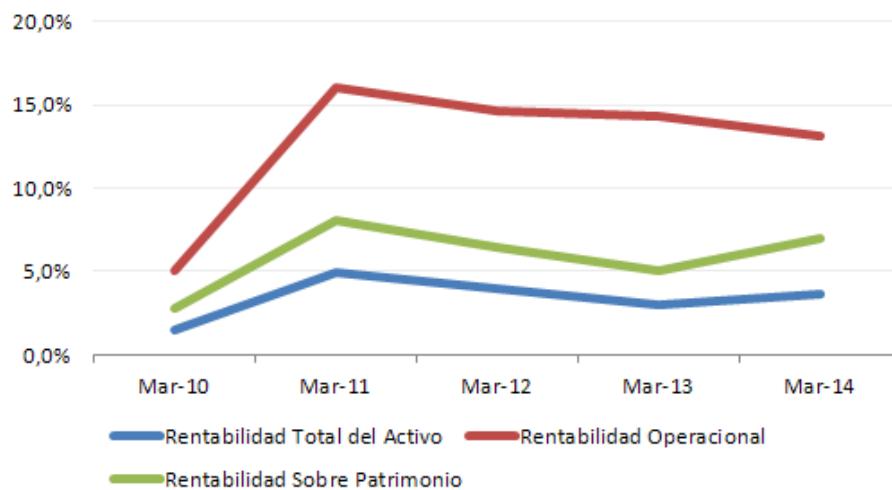


Evolución de la rentabilidad¹⁴

Luego de la contracción de la actividad del comercio en 2009, los diversos índices de rentabilidad, del activo y del patrimonio, mostraron una recuperación en 2011, para posteriormente estabilizarse, como muestra la Ilustración 15. Incluso, en marzo de 2014 se observa un incremento de la rentabilidad sobre el patrimonio.

¹⁴ 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.

Ilustración 15
Ripley Chile
Evolución de la Rentabilidad



Instrumentos de deuda

Actualmente **Ripley Chile** tiene los siguientes bonos en el mercado:

- Línea de bonos

- Nº y fecha de inscripción: 543 del 07/08/2008
- Plazo de la línea: 30 años

- Tercera Emisión (Serie E)

- Fecha colocación: Junio 2009
- Monto colocado: UF 1.000.000
- Tasa de carátula: 5,00%
- Vencimiento: Marzo 2030
- Valor par (Junio 2013): M\$ 22.914.697

- Tercera Emisión (Serie F)

- Fecha colocación: Junio 2009
- Monto colocado: UF 2.000.000
- Tasa de carátula: 4,00%
- Vencimiento: Junio 2016
- Valor par (Junio 2013): M\$ 34.353.778

Covenants financieros:

1.- Mantener 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.

- **Al 31 de marzo de 2014 los ingresos provenientes de dichas áreas representan el 100% de los ingresos de actividades ordinarias consolidadas.**

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 (excluyendo los pasivos de Banco Ripley).

- **Al 31 de marzo de 2014 la relación era de 0,49 veces.**

3.- Mantener al final de cada trimestre un patrimonio mínimo de M\$188.485.920.

- **Al 31 de marzo de 2014 el patrimonio era de M\$649.612.632.**

"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."