INFORME SECURITY

Informe Security: RIPLEY

Sebastian Hartmann E. (shartmann@security.cl)

Mayo 2016

RECOMENDACIÓN: NEUTRAL

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$381

Precio de Mercado: \$332

MÚLTIPLOS ESTIMADOS Y EFECTIVOS						
2013 2014 2015 2016E 2017E						
Precio/Utilidad	16,8	12,8	-	12,9	11,9	
Bolsa/Libro	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8	
EV/EBITDA	12,8	13,6	14,7	15,3	15,0	

*EV= Pat. Bursátil + Interés Minoritario+Deuda Financiera - Caja y Equivalentes

VALORIZACIÓN RIPLEY (Millones de pesos)

(i introlles de pesos)	
Valor Activos Retail	257.290
Valor Activos Mall Concepción	68.666
Valor Oficinas Centrales	-162.523
Valor Activos No Bancarios	163.433
Deu da Financiera Neta	207.021
Interés Minoritario	289
Inversión en Empresas Relacionadas	432.473
Valor del Patrimonio ex Bancos	388.597
Valor Patrimonial Bancos	349.307
Valor del Patrimonio a Dic 2016	737.904
Número de Acciones*	1.936
Di vidend Yield	2,3%
Valor acción 12-18 meses	381

*En millones de acciones

RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS (Millones de pesos)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Ingreso por Ventas	1.541.784	1.541.550	1.574.179	1.618.172	1.662.009
Costo de Ventas	-966.076	-967.677	-970.948	-1.012.673	-1.045.445
GAV	-517.974	-514.274	-540.346	-537.681	-540.976
Resultado Operac.	57.734	59.599	62.886	67.817	75.588
EBITDA	100.085	99.671	103.395	109.714	118.636
Utilidad Neta	44.629	-45.583	50.003	54.073	60.068



Hemos actualizado nuestra cobertura de Ripley, estimando un precio objetivo de \$381 a 12-18 meses, con una visión Neutral.

El negocio bancario de la compañía, segmento que genera el mayor porcentaje de la utilidad de la empresa, y que en Chile tuvo un aumento considerable en el costo por riesgo en 2015, tendería a estabilizarse durante este año en torno a 8,5% sobre colocaciones. Sin embargo, miramos con cautela los indicadores de riesgo del banco en Chile, ya que todavía no es posible asegurar si se encuentran en un punto de inflexión. Además, el aumento en el desempleo que sufriría la economía chilena durante este año (promedio de 7,1%) podría afectar los resultados de esta operación. Por otra parte, el fuerte crecimiento y positivos resultados vistos en el banco en Perú, comenzarían a moderarse perjudicados en parte por un aumento en las provisiones (de 6,4% sobre colocaciones en 2015 a 7,3% en 2016).

Después de abrir su primera tienda Ripley en Colombia en abril del 2013, donde los resultados no fueron los esperados, la empresa decidió cerrar el ejercicio en febrero de este año. A pesar de ser una operación pequeña, las pérdidas provenientes de Colombia generaban una fuerte carga para la compañía. **Consideramos el cierre de Colombia como una noticia positiva para el** *retailer*.

Finalmente, en el negocio inmobiliario, Ripley decidió ejercer su opción preferente y comprar la sexta parte de la sociedad Inmobiliario Viña del Mar a Cencosud. La transacción se ejecutó a 2,0x Precio/Libro, lo que evidencia el alto valor que tendría parte de las participaciones que no consolida la empresa respecto al resto de sus negocios.

El principal riesgo para nuestra valorización es un comportamiento distinto a nuestra estimación de la cartera de crédito tanto en Chile como en Perú. En conclusión, consideramos que el riesgo asociado a su operación bancaria justifica la preferencia por otras empresas en el sector. Además, la compañía no se ve atractiva en términos de múltiplos respecto a sus comparables e historia.

RIPLEY Mayo 2016 Informe Security

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

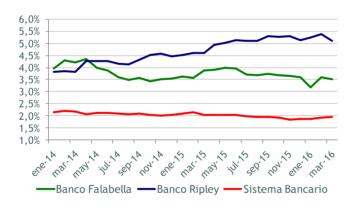
Negocio Bancario en Chile tendería a estabilizarse, mientras que en Perú se moderaría

El negocio bancario, es el segmento más importante de la compañía. En 2015 generó un 108% de la utilidad de Ripley Corp (sin considerar los costos asociados al cierre de Colombia por \$90.640 millones), mientras que en 2014 fue un 99%. Esto demuestra que los resultados de la compañía son extremadamente sensibles al desempeño de los bancos, sobre todo en Chile.

En 2015, el costo por riesgo de Banco Ripley-Chile aumentó 50% a/a. Durante 2014, la empresa comenzó a entregar su tarjeta abierta MasterCard únicamente a nuevos clientes. Un comportamiento peor al estimado por la compañía para la nueva tarjeta en estos clientes derivó en un aumento en sus niveles de riesgo. Lo anterior, fue la principal razón por la cual la utilidad consolidada cayó 24% a/a en 2015 sin considerar Colombia.

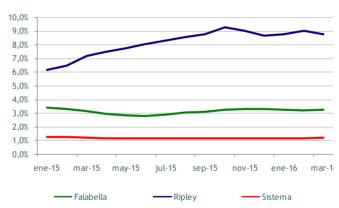
El empeoramiento en el desempeño de la cartera se vio reflejado en un aumento consistente en la morosidad y del gasto en provisiones desde inicios del 2014 hasta mediados del 2015, fecha en que comienza una relativa estabilización (gráfico 1). Al comparar la morosidad de Banco Ripley con Banco Falabella, se puede observar cómo ha ido aumentando la diferencia, dadas las trayectorias opuestas que ha seguido este indicador. Por otra parte, el gasto en provisiones netas de recupero sobre colocaciones alcanzó su máximo en octubre de 2015 para luego estabilizarse en niveles en torno a 9%, muy por encima de Banco Falabella (gráfico 2).

Gráfico 1: MORA 90 DÍAS O MÁS/COLOCACIONES



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

Gráfico 2: GASTO PROVISIONES NETAS DE RECUPERO (U12M)/COLOCACIONES



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

Sin embargo, al observar la morosidad de CAR (sociedad que emite las tarjetas de crédito y que fue integrada en Banco Ripley a fines del 2013), podemos ver la mayor parte se debe a los créditos repactados luego del mal comportamiento de pago de los clientes nuevos que se les entregó la tarjeta MasterCard. (gráfico 3). Según la compañía, estas repactaciones fueron realizadas como un mecanismo de cobranza y por políticas internas, por lo queno se puede repactar más de una vez. A pesar que miramos con cautela el incremento sostenido que han tenido las repactaciones sobre el total de la cartera en CAR (gráfico 4), los indicadores de riesgo de la cartera de Banco Ripley Chile deberían comenzar a normalizarse debido a los cambios que realizó la firma luego del desfavorable comportamiento de estos clientes.

Gráfico 3: MORA 90-180 DÍAS CAR/COLOCACIONES

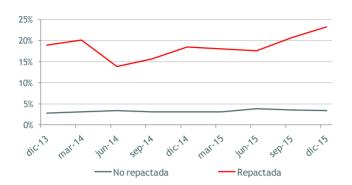
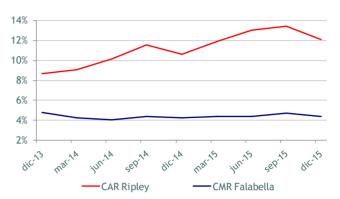


Gráfico 4: CARTERA REPACTADA CAR/COLOCACIONES

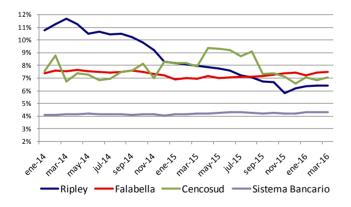


Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de las compañías.

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de las compañías.

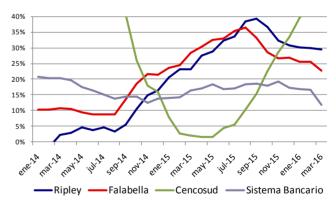
Ante los efectos de entregar la nueva tarjeta MasterCard a clientes sin historial de pago, la compañía cambio de estrategia. En busca de reducir el riesgo se limitó la entrega de este producto a clientes antiguos con un buen perfil crediticio y únicamente a clientes nuevos que ya demostraron un buen comportamiento con la tarjeta cerrada. Debido a esto se comenzó a desacelerar el crecimiento de las colocaciones cerrando el año 2015 plano interanualmente, después de un aumento de 15,5% en 2014. Si bien lo anterior ayudaría a mejorar sus niveles de riesgo, creemos que esto será de manera gradual. El castigo de una parte de los créditos repactados seguiría presionando el nivel de provisiones durante los próximos meses. Además, consideramos que un aumento en el desempleo durante este año afectaría el costo por riesgo (promedio de desempleo de 7,1% en el año).

Gráfico 5: STOCK DE PROVISIONES/COLOCACIONES PERÚ



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú (SBS) y Departamento de Estudios Security.

Gráfico 6: CRECIMIENTO DE COLOCACIONES EN PERÚ



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP de Perú (SBS) y Departamento de Estudios Security.

Respecto a Banco Ripley-Perú, el 2015 mostró positivos resultados (45% de incremento en utilidad), por un fuerte crecimiento de la cartera de colocaciones (30,8% a/a en moneda local, en línea con Banco Falabella Perú) y una caída del costo de riesgo neto sobre las colocaciones (6,4% en 2015 desde 7,9% en 2014). Sin embargo, este año los resultados de este segmento tenderían a moderarse producto de un menor crecimiento de las colocaciones y de un aumento del nivel de provisiones. El stock de

provisiones sobre colocaciones ha disminuido constantemente para Banco Ripley Perú en los dos últimos años, ubicándose a marzo de 2016 cerca de un punto por debajo del nivel de su principal competencia, Banco Falabella Perú y Banco Cencosud Perú (gráfico 5). Consideramos que debería haber un ajuste en este indicador durante este año, alcanzando un 7,3% sobre colocaciones, tendiendo a un rango más cercano a los de su competencia, lo que afectaría los resultados del banco en Perú.

Cierre de operación en Colombia le quita una fuerte carga a la compañía

En febrero de este año, la empresa decidió cerrar su operación en Colombia luego de 3 años en los que los resultados fueron peor a los esperados. Ripley abrió su primera tienda en abril del 2013 y alcanzó a tener 6 tiendas en distintas ciudades (dos de ellas propias) y una cartera de créditos neta de US\$33 millones. En el año 2014 la operación en Colombia tuvo una pérdida de \$15.500 millones (Ripley Corp obtuvo una utilidad de \$44.600 millones ese año) y en 2015 la cifra hubiese sido similar. Los costos asociados al cierre de esta división fueron reflejados en los estados financieros de 2015, con un cargo de \$93.100 millones¹.

A pesar de distintas iniciativas, la compañía no logró aumentar el flujo en las tiendas para rentabilizar su operación, a lo que se suma que la escala alcanzada no era suficiente como para rentabilizar la inversión. Junto a lo anterior, la economía del país sufrió una desaceleración importante desde el momento en que se decidió la entrada a ese país, mientras que el tipo de cambio se depreció fuertemente. Dado los resultados que estaba obteniendo la compañía y que no se veía una mejora sustancial en los próximos años, nuestra valorización de Colombia tenía un valor negativo. Por lo tanto, consideramos positiva la noticia, ya que el cierre implicaría, según estimaciones de la compañía, un flujo positivo de US\$18 millones.

Transacción con Cencosud confirma el importante peso del negocio inmobiliario en la acción

Ripley participa en el negocio inmobiliario a través de Mall Concepción, donde tiene 100% de la propiedad, y con participaciones no controladoras en Aventura Plaza Perú (junto a Mall Plaza y Falabella), Aventura Plaza (junto a Mall Plaza) y en Inmobiliaria Viña del Mar (junto a Parque Arauco, luego que Cencosud decidiera vender su tercio de participación a los otros dos accionistas). Todo el negocio inmobiliario está reflejado a valor de costo histórico en el balance de Ripley, a excepción de la reciente compra de 1/6 de Inmobiliaria Viña del Mar a Cencosud.

Ripley anunció a fines de marzo que ejercería la opción de comprar 1/6 de la propiedad de Inmobiliaria Viña del Mar a Cencosud, donde ambos participaban junto a Parque Arauco en partes iguales. De esta forma Parque Arauco y Ripley quedan con un 50% de participación. La transacción se ejecutó a 2,0x Precio/Libro, lo que evidencia el valor que tendría parte de las participaciones que no consolida la empresa.

Foco en rentabilizar el segmento retail no lo incorporamos a la espera de confirmar resultados

En el último tiempo, Ripley ha anunciado en distintas ocasiones que está implementando iniciativas para hacer más rentable su negocio de tiendas por departamento. Los puntos principales son: cambiar el modelo de atención, con un *pool* de cajas² y reponedores *part-time*; darle más espacio a categorías con mayor margen (potenciando las marcas propias); y mejorar la gestión de las marcas midiendo la rentabilidad de cada una de forma independiente. Dentro de su plan de 4 años, de los que ya llevan dos, la empresa espera al final del periodo mejorar en dos puntos porcentuales el margen bruto en ambos países y reducir en dos puntos el gasto de administración y ventas (GAV) sobre ingresos en Chile. En nuestras proyecciones incluimos una mejora en los GAV/Ventas en los próximos años volviendo a los niveles previos a 2015, tanto para Chile como Perú. Sin embargo, a nivel de margen bruto suponemos una mantención, esperando que los resultados de la compañía confirmen los logros de esta estrategia.

¹ Reporte de resultados anual de la compañía fue posterior a la decisión de cierre de Colombia.

² En el nuevo modelo de atención, las cajas se encuentra ubicadas todas en un mismo lugar dentro de cada piso, no repartidas en distintos lugares como se veía anteriormente.

Por otra parte, el cambio en el modelo de atención implicaría un aumento en los GAV durante la primera parte del año 2016, como se vio en el 4T15, producto de la contratación y entrenamiento de nuevo personal.

La empresa opera 14 tiendas en Chile con el nuevo modelo de atención (de un total de 42) y cerrarían el 2016 con 22 tiendas, la implementación total demoraría dos años dependiendo de las negociaciones con los trabajadores. En Perú se están remodelando 4 tiendas importantes (dentro de ellas Jockey Plaza, la de mayores ventas), pero no está planeado extender el nuevo modelo al resto de las tiendas.

Múltiplos comparables

En un análisis de múltiplos frente a sus comparables latinoamericanos y estadounidenses se puede observar que no se ve un especial atractivo (gráfico 7). Lo mismo se puede concluir al comparar el VE/EBITDA forward respecto a su historia (gráfico 8).

20 LIVERPOOL 18 RIPI FY VE/EBITDA 2016E (x) 16 FALABELLA 14 12 **FORUS** 10 LOJAS RENNER CENCOSUD 8 MACY'S 6 KOHLS NORDSTROM 4 HITES **DILLARDS** 2 0 14 18 P/U 2016E (x) 10 22 26 30 6

Gráfico 7: MÚLTIPLOS VE/EBITDA 2016E Y P/U 2016E

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

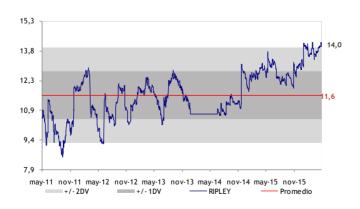


Gráfico 9: MÚLTIPLO VE/EBITDA (forward)

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

RIPLEY Mayo 2016 Informe Security

VALORIZACIÓN RIPLEY

La valorización económica de Ripley se basa en un modelo de flujos de caja descontados para la operación de *retail* y de descuento de dividendos para los bancos. Estimamos un precio objetivo de \$381 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una visión neutral.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO RIPLEY CORP (Cifras en Millones de Pesos)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Ingreso de explotación	1.5 41.784	1.5 41.5 50	1.574.179	1.618.172	1.662.009
Crecimiento	12,2%	0,0%	2,1%	2,8%	2,7%
Costo de explotación	-966.076	-967.677	-970.948	-1.012.673	-1.045.445
Gastos de adm. y ventas	-517.974	-514.274	-540.346	-537.681	-540.976
Resultado de explotación	57.734	59.599	62.886	67.817	75.588
Crecimiento	-12,9%	3,2%	5,5%	7,8%	11,5%
Margen operacional	3,7%	3,9%	4,0%	4,2%	4,5%
Utilidad del ejercicio	44.629	-45.583	50.003	54.073	60.068
Crecimiento	1,7%	-	-	8,1%	11,1%
Margen neto	2,9%	-3,0%	3,2%	3,3%	3,6%
EBITDA	100.085	99.671	103.395	109.714	118.636
Crecimiento	-3,3%	-0,4%	3,7%	6,1%	8,1%
Margen EBITDA	6,5%	6,5%	6,6%	6,8%	7,1%

Fuente: Reportes de la Compañía y Departamento de Estudios Security.

Cuadro 2: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y ESTIMADOS (Cifras en Millones de Pesos)

	2013	2014	2015	2016E	2017E
Precio/Utilidad	16,8	12,8	-	12,9	11,9
Bolsa/Libro	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8
EV/EBITDA	12,8	13,6	14,7	15,3	15,0

*EV= Pat. Bursátil+Interés Minoritario+Deuda Financiera - Caja y Equivalentes

Fuente: Reportes de la Compañía y Departamento de Estudios Security.

Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA (Cifras en Millones de Pesos)

Dividend Yield Valor acción 12-18 meses	2,3% 381
Número de Acciones*	1.936
Valor del Patrimonio a Dic 2016	737.904
Valor Patrimonial Bancos	349.307
Valor del Patrimonio ex Bancos	388.597
Inversión en Empresas Relacionadas	432.473
Interés Minoritario	289
Deu da Financiera Neta	207.021
Valor Activos No Bancarios	163.433
Valor Oficinas Centrales	-162.523
Valor Activos Mall Concepción	68.666
Valor Activos Retail	257.290

^{*}En millones de acciones

Fuente: Reportes de la compañía y Departamento de Estudios Security.

Cuadro 4: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

		Tasa de descuento relevante				
		9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%
- Р	2,0%	388	381	375	369	365
	2,5%	392	384	378	372	367
sa nin et t	3,0%	397	388	381	375	369
. E = a	3,5%	402	393	385	378	372
<u> </u>	4,0%	409	398	389	382	375

Fuente: Departamento de Estudios Security.

RIPLEY Mayo 2016 Informe Security

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- El segmento tiendas por departamento, Mall Concecpión y oficinas centrales fue valorizado mediante flujos de caja descontado. Las sociedades inmobiliaras en las que participa la empresa y que no consolida, fueron valoradas al *fair value* entregado por la compañía en sus reporte financieros. A partir del segundo trimestre del 2016 se incluye el sexto de la sociedad Inmobiliaria Viña del Mar adquirido a Cencosud y asumimos que se financia con deuda. Finalmente, el valor del negocio bancario se estimó mediante una metodología de dividendos descontados.
- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (diciembre 2015).
- En materia tributaria, se asumió que los impuestos corporativos en Chile convergerían de manera progresiva hasta 27% en 2018 en, 33% en Colombia y 26% para Perú.
- A partir de 2025 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa nominal anual de 3%.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N°6.

Cuadro 5: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE RIPLEY EN CLP

	Chile	Perú	Corporativo
Tasa libre de riesgo	5,6%	5,7%	5,7%
Premio por riesgo	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,2	1,2	1,2
Tasa de Mercado	11,6%	11,7%	11,7%
Deuda financiera/ Activos	30%	30%	30%
Patrimonio/ Activos	70%	70%	70%
Costo de deuda	7,9%	8,0%	7,9%
Costo de patrimonio	12,9%	12,9%	12,9%
WACC	10,7%	10,8%	10,8%

Fuente: Departamento de Estudios Security.



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Dalibor Eterovic M.	Economista Jefe	deterovic@security.cl	(562) 25844540
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cguzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jcariola@security.cl	(562) 25842392
Gabriel Correa I.	Analista Senior Renta Fija Internacional	gacorrea@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerenta de Estudios Renta Variable	cperezs@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Jefe de Estudios	jayestaran@security.cl	(562) 25842390
Paulina Barahona N.	Analista de Inversiones	pabarahona@security.cl	(562) 25842049
Maximiliano Cuevas P.	Analista de Inversiones	mcuevas@security.cl	(562) 25845533
Sebastian Hartmann E.	Analista de Inversiones	shartmann@security.cl	(562) 25844985
Francisca Castillo C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	fcastillo@security.cl	(562) 25844572
Aldo Lema N.	Economista Asociado	alema@security.cl	(562) 25844540

INVERSIONES | security

Apoquindo 3150, Piso 7.

Santiago de Chile

Teléfono (562) 25844700

Fax (562) 25844807

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security