

Ripley

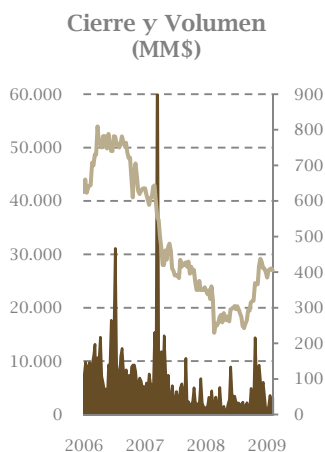
07 de Agosto de 2009

Amelia González V.
agonzalezv@euroamerica.cl

Recomendación:	Mantener
Precio Objetivo	\$480
Ultimo Precio:	\$405
Riesgo Inversión:	Medio
Sector:	Retail
Ticker Bloomberg:	RIPLEY CI

Ripley Corp, compañía controlada por la familia Calderón, opera tiendas por departamento en Chile y Perú, con una superficie de venta total que supera los 334.000 m2. Está presente además en el negocio financiero, a través de sus tarjetas de crédito y el Banco Ripley; e indirectamente en el negocio inmobiliario, a través de su asociación con Mall Plaza.

Desempeño Acción



Últimos 12 meses

Rentabilidad	15,8%
Máximo	\$ 455,0
Mínimo	\$ 217,5
UPA	\$ 3,2
P/U	107,9x
EV/Ebitda	15,7x
P/VL	1,2x
Dividend Yield	1,1%
Float (%)	19,0%
#Acciones (MM)	1.936
Ratio ADR	ND

Mejores ofertas en el sector

Estamos reiniciando la cobertura de Ripley, con recomendación de Mantener y fijando un precio objetivo a diciembre de 2010 de \$480 por acción, lo cual implica un upside de 18,5% en relación a su precio actual. La actual crisis económica ha dejado ver sus efectos en los resultados de la compañía. La caída de la actividad y del consumo, unido al incremento en la tasa de desempleo han resultado ser una mezcla peligrosa para la empresa. Por un lado, la caída en el consumo ha impactado directamente el negocio retail de la compañía; y por otro, la menor actividad e incremento en la tasa de desempleo se han traducido en una mayor morosidad de las tarjetas de crédito, provocando cuantiosas pérdidas y mayores gastos en provisiones. Estimamos que la empresa seguirá afectada por estos factores en lo que resta de 2009 y hasta el primer semestre de 2010. Si bien, la situación antes descrita ha impactado a todo el sector, privilegiamos la inversión en otras acciones del sector retail por sobre Ripley.

Rentabilidad

Mayor eficiencia operacional tras la puesta en marcha de su nuevo centro de distribución (CD). A pocos meses de la puesta en marcha de su nuevo CD, la empresa ha logrado disminuir sus días de inventario desde un promedio cercano a los 95 días hasta un promedio de 83 días. Estimamos que la compañía mejorará continuamente este indicador y que a partir de 2013 podría alcanzar niveles cercanos a los 75 días promedio. Con todo, vemos que el nuevo CD contribuirá a la reducción de los costos de la compañía (contemplando una caída de 15% en los gastos de administración y ventas/m2) y ayudará a la recuperación del margen operacional desde el 6,7% exhibido en 2008 a niveles sobre el 9,0% desde 2013 en adelante.

Difícil escenario para el negocio financiero, con expectativas de recuperación el próximo año. Si bien, más del 70% de los ingresos provienen del negocio retail de la compañía, el negocio financiero es uno de los pilares fundamentales de su desarrollo, ya que cerca del 65% de las ventas de las tiendas se realizan a través de la tarjeta. Es por esto que vemos con cautela el desempeño reciente de la cartera de colocaciones y de sus indicadores de riesgo como el de Provisiones/ Colocaciones que se incrementó desde 12,4% en diciembre de 2008 a 16,4% en marzo de 2009. Por lo anterior, para el periodo 2009-2010 hemos proyectado una caída en la cartera de colocaciones de su tarjeta de crédito, producto de: (i) una menor duración de la cartera de colocaciones, debido a la disminución de las ventas de línea dura (electrónica, línea blanca, etc.); y (ii) a la aplicación por parte de la empresa de criterios más restrictivos en el otorgamiento de nuevos créditos a sus

Indicadores Financieros

Promedio últimos 3 años

Crecimiento

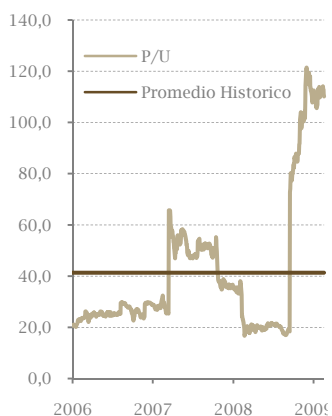
Ingresos	4,4%
Ebitda	-24,1%
Utilidad	-26,0%
UPA	-26,6%

Proyecciones

Precio objetivo	\$480
P*/U 10E	17,2x
EV*/Ebitda 10E	16,6x

Empresas Comparables

Ticker	P/U	EV/Ebitda
RIPLEY	110,5x	17,6 x
LAPOLAR	10,6x	6,2 x
FALAB	28,3 x	14,2 x
CENCOSUD	21,9 x	8,2 x
LIVEPOLI	19,7 x	11,3 x
LREN3	23,6 x	9,6 x
GFAMSAA	14,2 x	5,3 x
SORIANAB	32,5 x	10,8 x
LAME4	62,5 x	8,5 x
Promedio	36,0x	10,2x



clientes. Además, nuestras proyecciones contemplan que el indicador de Provisiones/Colocaciones cerrará el 2009 en 22%, y que comenzará a caer en 2010 junto con mejores expectativas para la economía y el empleo, hasta estabilizarse cerca del 15% desde 2012 en adelante.

Crecimiento

Mayor participación de Perú en los ingresos consolidados. Nuestras proyecciones no consideran nuevas aperturas en Chile, por lo que esperamos que el crecimiento de la compañía sea potenciado por el desarrollo de sus operaciones en Perú. Dada la baja penetración del sector retail en el mercado peruano y considerando que Ripley es uno de los principales actores de la industria del retail en ese país, vemos que existe un potencial de crecimiento significativo en sus operaciones. Por lo anterior, en nuestras proyecciones hemos considerado la apertura de 1 nueva tienda en Perú para 2009 y la apertura de 2 nuevas tiendas desde 2010 en adelante. Para el periodo bajo análisis, estimamos que lo anterior permitirá que la empresa incremente en un 50% su superficie de ventas y que los ingresos obtenidos en Perú pasen a representar más del 40% de los ingresos consolidados de la compañía, desde el 28,7% registrado en los últimos 12 meses.

Es importante destacar que nuestras proyecciones no consideran inversiones en México, dado que no se ha detallado un plan de inversiones que contempla el *Joint-venture* con la cadena mexicana Palacio de Hierro.

Buen posicionamiento de la empresa e importante base de datos de clientes. La empresa se encuentra entre los principales participantes de la industria, lo que le ha permitido obtener una participación de mercado cercana al 23% de la industria en Chile (considerando las ventas de Ripley, Falabella, París y La Polar) y 46% en Perú (considerando a Falabella como su competencia relevante). Además, su larga experiencia en la industria y el desarrollo de su negocio financiero le ha permitido generar una gran base de datos de clientes tanto en Chile como en Perú, lo cual aporta al desarrollo del negocio de retail ya que provee a la empresa de información relevante respecto del comportamiento de sus clientes. Cabe destacar, que la base de datos de clientes en Perú podría verse fuertemente incrementada, en la medida que el nivel de bancarización de ese país aumente del actual 28% y se acerque al desempeño de Chile que tiene un nivel de bancarización cercano al 70%

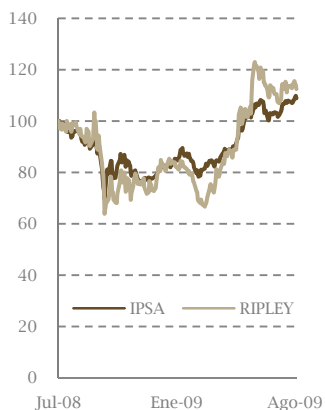
Valor

Nuestro modelo de valoración entrega un precio objetivo de \$480 por acción a diciembre de 2010, lo que implica un upside potencial de 18,5% en relación a su precio actual. Este precio objetivo se obtuvo a través de un modelo de flujo de caja descontado, para el cual hemos proyectado los flujos del periodo comprendido entre 2009-2019 y un crecimiento perpetuo de 2% real de 2019 en adelante. Además, nuestras proyecciones suponen un WACC de 9,7% real, tomando en cuenta un costo de patrimonio de 12,1%, un costo de la deuda después de impuestos de 4,0%, y un leverage de 0,43.

Por su parte, las participaciones que mantiene la empresa tanto en el negocio inmobiliario (Mall Marina Arauco, Mall del Centro de Curicó, Nuevos Desarrollos S.A. en Chile y Aventura Plaza S.A en Perú), como en el negocio financiero a través de Banco Ripley (en Chile y Perú), las hemos considerado a valor libro en nuestra valoración.

Ripley se transa con los múltiplos más altos del sector retail chileno y los más altos de su historia. Actualmente, la acción de Ripley se está transando a una relación P/U de 110,5x y a una relación EV/Ebitda de 17,6x, ambas cifras se encuentran muy por sobre el promedio del sector retail en Chile, el cual se encuentra transando en relaciones P/U y EV/Ebitda de 20,3x y 9,5x respectivamente. Así mismo la empresa se encuentra transando con los múltiplos más altos de su historia, la cual promedia un múltiplo P/U de 41,3x y EV/Ebitda de 13,2x. Lo anterior producto, de los malos resultados exhibidos en los últimos 12 meses. Nuestras proyecciones son consistentes con una relación P/U de 17,2x y EV/Ebitda de 16,6x a fines de 2010.

Rentabilidad



Rentabilidad

Último mes	1,8%
Últimos 3m	22,3%
Últimos 12m	15,8%

Rentabilidad

ROA	0,5%
Ventas/Activos	0,83x
Margen Neto	0,6%
ROE	1,0%

Utilidad por acción

UPA 2008	\$ 13,9
UPA 2009E	\$ 3,3
UPA 2010E	\$ 8,6

Utilidades

Esperamos una caída de 76,1% en las utilidades de 2009. Para este año esperamos que los resultados de Ripley se vean afectados negativamente por el incremento de las provisiones de su negocio financiero, elevados gastos financieros derivados de un mayor nivel de endeudamiento, así como por el impacto negativo de la corrección monetaria. Lo anterior, a pesar de que en los resultados del año se reconocerán las utilidades obtenidas por la venta de su participación en el Mall Calama a Falabella; y la venta del Mall Panorámico, Mall del Centro de Santiago y Mall del Centro de Rancagua, al grupo Saieh.

Riesgos

Sensibilidad al ciclo económico. Existe una alta correlación entre los resultados del sector retail y el ciclo económico. Dado que nos encontramos en un ciclo recesivo, en el cual esperamos una caída en el PIB de Chile de 1,9% para 2009 y una marcada desaceleración de la economía peruana en igual periodo, junto a incrementos en la tasa de desempleo de ambos países, proyectamos que durante el año los distintos actores del sector se verán afectados negativamente en sus resultados. Nuestras estimaciones incorporan los efectos que estas variables podrían tener en los resultados de la compañía, considerando además que la empresa atiende a los segmentos "C" de la población que son más vulnerables a cambios en dichas variables. Un empeoramiento del ciclo económico adicional al esperado o una recuperación más lenta de la pronosticada tendría el potencial de afectar negativamente nuestras proyecciones. En contraparte, una recuperación más acelerada las beneficiaría.

Incremento del riesgo crediticio. Los resultados de Ripley presentan dependencia a su negocio financiero, dado que más del 65% de las ventas de su negocio retail se realizan a través de su tarjeta, por lo que incrementos adicionales en el riesgo crediticio de su cartera de colocaciones podrían mermar aún más sus resultados. Dado el segmento que atiende la empresa, mayores tasas de desocupación nacional afectarían negativamente el desempeño de su negocio financiero, producto de incrementos en la mora de sus clientes, repercutiendo en la calidad de la cartera de colocaciones y provocando incrementos en el nivel de provisiones y de castigos que deberá realizar la empresa.

Consolidación de las bases de datos de la banca y el retail. Un riesgo latente para el sector retail, es la aprobación por parte del gobierno del proyecto que consolidaría las bases de datos de ambos sectores. Si bien la banca se vería beneficiada en este proceso, dado que accedería a una información más exacta de los deudores, el sector retail se vería afectado negativamente, puesto que serían obligados a compartir información positiva de sus clientes, entregando oportunidades de crecimiento a la banca respecto de los clientes con buen comportamiento de pago.

Elevada competencia en el sector. El negocio de tiendas por departamento en Chile es altamente competitivo y en Perú existe el riesgo latente de que nuevos operadores ingresen al mercado. Es por esto, que un escenario competitivo más agresivo al que estamos proyectando tiene el potencial de afectar nuestras estimaciones.

Los riesgos financieros de la empresa son moderados. La empresa se encuentran con una clasificación de riesgo "A+". Al primer trimestre de 2009, el Ebitda en 12 meses cubre 2,6 veces los gastos financieros y la deuda es equivalente a 5,8 veces el Ebitda.

Otras consideraciones

Cambios en la administración. La inminente entrada del Grupo Saieh a la propiedad de Ripley con una participación del 20%, tiene el potencial de aportar sinergias y eficiencia en el negocio financiero de la compañía, producto del *know how* que posee el grupo en esa área. Por lo anterior, de concretarse una participación activa del grupo en la empresa, los flujos contemplados en nuestras proyecciones podrían incrementarse.

Números Clave

Rango últ 12m	\$455 /\$217,45	UPA últ 12m	\$3,2	P/U últ 12m	110,5x	EV/Ebitda últ 12m	17,6x	Dividend Yield	1,1%
Rentab. últ mes	1,8%	UPA 2008	\$13,9	P/U 2008	19,3x	EV/Ebitda 2008	9,2x	% IPSA	0,5%
Rentab. últ 3m	22,3%	UPA 2009E	\$3,3	P/U 2009E	121,9x	EV/Ebitda 2009E	27,4x	Beta IPSA 12m	1,5
Rentab. últ 12m	15,8%	Var. UPA +5a	27,1%	P*/U 2010E	55,8x	EV*/Ebitda 2010E	16,6x	Volatilidad 12m	45,3%

Flujo de Caja Libre (Millones de pesos de marzo 2009)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Ingresos explotación	959.886	1.001.647	880.863	1.087.504	1.298.906	1.398.476
Margen operacional	6,5%	6,7%	1,1%	3,9%	7,1%	8,6%
Resultado operacional	62.197	66.753	9.531	42.628	92.733	120.135
- Impuestos	-28.775	-21.837	-7.197	-10.549	-23.285	-28.057
+ Depreciación y amort.	22.231	28.588	30.959	32.337	33.612	34.623
- Capex	-40.372	-117.010	-56.542	-45.849	-47.328	-48.543
- Capital de trabajo	30.700	-37.791	120.753	-30.424	-53.328	-35.711
Flujo de caja libre	45.981	-81.297	97.504	-11.857	2.404	42.447

Precio Objetivo
\$ 480

Información Operacional

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Negocio Retail						
Total locales Chile	38	39	39	39	39	39
Superficie de ventas m2	212.527	232.820	232.820	232.820	232.820	232.820
Total locales Perú	10	11	12	14	16	18
Superficie de ventas m2	94.978	102.110	111.110	129.110	147.110	165.110
Negocio Financiero						
Tarjetas vigentes (MM)*	4,68	3,07	3,01	3,20	3,45	3,70
Stock de colocaciones	493.477	512.456	394.521	428.399	508.415	564.177
Provisiones/Colocaciones	8,4%	12,2%	22,0%	18,0%	16,0%	15,0%

* Número de tarjetas vigentes, estimado en base a información publicada por la SBIF.

Tasas de Descuento

Tasa libre de Riesgo	2,9%
Beta Patrimonio	1,5
Premio por riesgo	6,0%
Riesgo País	0,2%
Costo patrimonio	12,1%
Costo deuda	5,2%
Impuestos	23,6%
D / A	30,0%
WACC Real	9,7%
Perpetuidad	2,0%

Balance General (Millones de pesos de marzo de 2009)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Total activos	1.139.283	1.258.271	1.245.047	1.207.665	1.245.077	1.326.349	1.397.111
Caja y equivalente	55.831	74.654	181.872	76.579	41.230	61.070	74.668
Activos circulantes sin caja	518.628	546.222	388.001	439.826	495.854	539.912	577.328
Activos fijos	271.580	294.475	310.907	324.419	338.135	352.055	365.975
Otros activos	293.244	342.919	364.267	366.840	369.857	373.312	379.140
Total pasivos y patrimonio	1.139.283	1.258.271	1.245.047	1.207.665	1.245.077	1.326.349	1.397.111
Pasivos circulantes	285.395	255.357	248.815	212.672	277.726	201.424	205.748
Pasivos largo plazo	243.440	336.996	349.751	333.738	255.856	352.212	352.672
Interés minoritario	215	335	345	365	440	545	667
Patrimonio neto	610.233	665.582	646.136	660.890	711.055	772.169	838.024

Estado Resultados (Millones de pesos de marzo de 2009)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ingresos de explotación	959.886	1.001.647	880.863	1.087.504	1.298.906	1.398.476	1.483.805
Costos de explotación	595.619	636.054	596.508	712.877	818.187	871.725	920.157
Gastos de administración	302.070	298.840	274.824	332.000	387.986	406.616	430.170
Resultado operacional	62.197	66.753	9.531	42.628	92.733	120.135	133.477
Depreciación y amortización	22.231	28.588	30.959	32.337	33.612	34.623	35.635
Ebitda	84.428	95.341	40.491	74.964	126.345	154.757	169.113
Margen Ebitda	8,8%	9,5%	4,6%	6,9%	9,7%	11,1%	11,4%
Utilidad neta	16.064	26.902	6.431	16.683	55.170	77.664	89.154
Margen neto	1,7%	2,7%	0,7%	1,5%	4,2%	5,6%	6,0%
UPA	8,3	13,9	3,3	8,6	28,5	40,1	46,0

Glosario

Nomenclatura	Descripción
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Capex	Capital expenditures. Inversión en activos fijos e intangibles.
CAGR	Compound annual growth rate. Tasa de crecimiento anual compuesta.
D/A	Relación deuda financiera a activos totales.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	Enterprise value. Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
Margen Ebitda	Ebitda como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Neto	Utilidad neta como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Operacional	Resultado operacional como porcentaje de ingresos de explotación.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	Return on Assets. Retorno sobre los activos.
ROE	Return on Equity. Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
WACC	Weighted average cost of capital. Costo promedio ponderado del capital.

Departamento de Estudios EuroAmerica

Luis Óscar Herrera B.
Director de Estudios
lherrera@euroamerica.cl

Jorge Chang R.
Gerente de Estudios de Renta Variable
jchang@euroamerica.cl

Carla Araya S.
Analista Financiero
Sector Forestal y Minero
caraya@euroamerica.cl

William Baeza L.
Analista Financiero
Sector Eléctrico
wbaeza@euroamerica.cl

Amelia González V.
Analista Financiero
Sector Retail
agonzalezv@euroamerica.cl

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.