

**Equity Research**

Fecha	15-Sep-2009
Ticker Bloomberg	RIPLEY CI
Precio Actual (Ch\$/acción)	398
Retorno Potencial	6,8%
Retorno por Div. 2010E	0,0%
<b>Retorno Total Esperado</b>	<b>6,8%</b>
Market Cap (US\$ millones)	1.427
Ponderación IPSA	0,5%
Política de Dividendos	30,0%
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	220-455
Retorno YTD	44,7%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	1,3
Total Acciones (MM)	1.936
Free Float	21,0%

Estimaciones	2008	2009E	2010E	2011E
Ventas	1.001.504	911.091	1.033.544	1.150.475
EBITDA	95.329	5.608	70.229	103.896
Margen Ebitda	9,5%	0,6%	6,8%	9,0%
Ut. Neta	26.949	3.616	28.866	55.651
Margen Neto	2,7%	0,4%	2,8%	4,8%
UPA (Ch\$)	13,9	1,9	14,9	28,7
Div./acción (Ch\$)	2,4	5,1	0,0	4,5
Div. Yield	0,4%	0,9%	0,0%	1,1%

Múltiplos	2008	2009E	2010E	2011E
EV/EBITDA (x)	8,0	NA	13,2	8,9
P/Utilidad (x)	19,8	NA	26,7	13,8
Bolsa/Libro (x)	0,8	1,2	1,2	1,1
P/Ventas (x)	0,5	0,9	0,7	0,7
FCL Yield	3,9%	6,7%	-6,1%	0,6%

Deuda - Rentab.	2008	2009E	2010E	2011E
Cob. Gtos. Fin.(x)	3,4	0,2	2,4	3,5
Leverage (x)	0,9	0,9	1,0	0,9
ROE	4,0%	0,6%	4,4%	7,9%
ROA	2,1%	0,3%	2,2%	4,1%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile. Cifras en Ch\$ millones salvo indicación expresa. (\*) Por cada cien acciones.

Peter McMenamin  
+56 2 8736674 | peter.mcmenamin@banchile.cl  
Rodrigo Martin  
+56 2 8736063 | rodrigo.martin@banchile.cl

**Precio Objetivo | Ch\$425/US\$80,0 (\*)**

**Tesis de Inversión**

**Estamos reiniciando cobertura de Ripley con una recomendación de Reducir, introduciendo un precio objetivo de Ch\$425 por acción a fines de 2010 (equivalente a US\$80,0 por cada cien acciones).** Luego de un sólido desempeño bursátil de 44,7% en lo que va del año, 8,7 pp por sobre el retorno del IPSA (36,1%), creemos que el precio actual de Ripley incorpora una expectativa de recuperación de resultados durante 2010 y 2011. Nuestra recomendación está basada principalmente en: (i) Débiles resultados esperados para la segunda mitad de 2009 y 2010 luego de registrar pérdidas operacionales por Ch\$18.921 millones en el 1S09; (ii) Algunos desafíos estratégicos de largo plazo como la caída en su participación de mercado y menor eficiencia que sus pares; y (iii) Un elevado nivel de valoración, por sobre sus principales comparables locales.

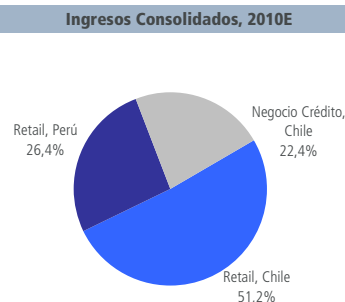
**Esperamos que el EBITDA Ripley retroceda un 79,2% a/a en la segunda mitad de 2009 y no recupere el nivel de 2008 hasta 2011.** Una caída en las ventas de retail, junto a un retroceso en las colocaciones de consumo y un aumento en los costos de explotación (principalmente debido a mayores provisiones) impactaron fuertemente los resultados de la compañía en el 1S09. Aún cuando creemos que una normalización del riesgo de crédito y un avance en las ventas equivalentes (SSS) le permitirán a la compañía volver a registrar un resultado operacional positivo a partir del 4T09, una moderada expansión de la superficie de ventas y un menor nivel de eficiencia que sus pares acotarían el crecimiento de resultados en el mediano plazo. Para 2009 y 2010 esperamos que el EBITDA alcance Ch\$5.608 millones y Ch\$70.229 millones, respectivamente. No obstante, durante 2011 se observaría un importante avance de 47,9% a raíz de un aumento en las ventas y una reducción en las provisiones por riesgo de crédito.

**En nuestra opinión, Ripley enfrenta algunos desafíos estratégicos, que incluyen una caída en su participación de mercado y un menor nivel de eficiencia respecto a otras compañías del sector.** El nivel de GAV sobre ventas de Ripley ha aumentado 3,6 pp en los últimos dos años y esperamos que el margen EBITDA de la compañía se mantenga por debajo del de sus competidores en el mediano plazo. Por otro lado, Ripley ha perdido participación de mercado en los últimos años tanto en Chile como Perú, la que creemos ha sido afectada por la falta de enfoque en un nicho específico de clientes. Finalmente, el plan de expansión actual de la compañía implicaría un modesto crecimiento de EBITDA de 4,8% anual entre 2012 y 2020.

**Ripley muestra actualmente múltiplos VE/EBITDA y P/U 2010E de 13,2x y 26,7x, 15,4% y 31,7% por sobre el de sus comparables en Chile.** En nuestra opinión, dicho premio no está justificado, considerando: (i) le débil visibilidad de resultados esperada en el corto plazo; (ii) limitada diversificación de formatos y ciertos desafíos estratégicos de largo plazo; y (iii) expectativas de crecimiento moderadas en comparación con las del resto de las compañías del sector. Nuestro precio objetivo registra un VE/EBITDA implícito de 14,7x, que se encuentra en línea con el múltiplo promedio de la compañía de los últimos 24 meses.

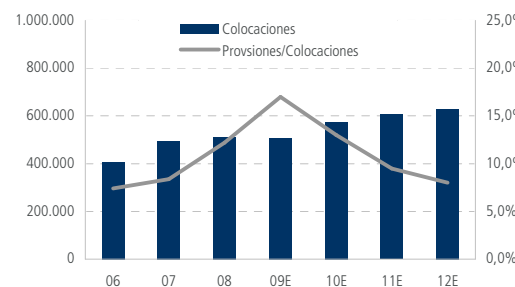
**Riesgos de Inversión**

Una potencial fusión con los activos de SMU afectaría nuestra valoración de la compañía  
Una recuperación económica más rápida a la esperada implicaría un menor nivel de riesgo de crédito y mayor crecimiento de ventas y colocaciones a las proyectadas.  
Un adelanto en la apertura de tiendas o el anuncio un plan de expansión más agresivo afectaría positivamente nuestra valoración de Ripley.



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

**Colocaciones y Provisiones, Chile 2006-2012E**



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

**Descripción de la Compañía**

Ripley Corp. consolida dos compañías: Ripley Chile, que está compuesta por las divisiones de retail y de negocio financiero, y Ripley Internacional, que opera el negocio de tiendas por departamento en Perú. Adicionalmente, Ripley opera dos bancos -Ripley Financiero S.A. (Banco Ripley Chile) y Banco Ripley Perú (que no consolida)- además de tres compañías de desarrollo inmobiliario en Chile y Perú.

El negocio principal de la compañía consiste en la venta de bienes durables y semi-durables a través de tiendas por departamento en Chile y Perú. Actualmente posee 49 tiendas (334.930 m2), de las cuales 38 están ubicadas en Chile y 11 en Perú. Por otro lado, el negocio de crédito en Chile posee 5,6 millones de tarjetas emitidas y colocaciones por Ch\$384.519 millones.

**Principales Supuestos Operacionales**

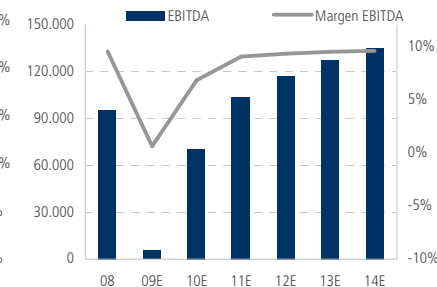
Chile	2008	2009E	2010E	2011E
Ingresos	722.047	678.086	760.988	815.461
# Tiendas	39	40	40	41
Colocaciones	512.456	507.875	574.056	605.629
Provisiones/Coloc.	12,2%	17,0%	13,0%	9,5%
EBITDA	72.951	-7.940	49.851	77.476
Margen EBITDA	10,1%	-1,2%	6,6%	9,5%

**PERÚ**

Ingresos	279.681	233.005	272.556	335.014
# Tiendas	11	12	14	16
Colocaciones*	186.465	149.468	171.719	173.492
Provisiones/Coloc.	7,8%	11,5%	10,5%	8,0%
EBITDA	23.388	13.548	20.377	26.420
Margen EBITDA	8,4%	5,8%	7,5%	7,9%

Fuente: Rep. de Compañía, Depto. Estudios Banchile. (\*) Banco Ripley Perú no consolidado

**EBITDA y Margen EBITDA, 2008-2014E**



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Estado de Resultados (Ch\$MM)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
<b>Ingresos de Explotación</b>	<b>1.001.504</b>	<b>100,0%</b>	<b>911.091</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.033.544</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.150.475</b>	<b>100,0%</b>
Costos de Explotación	-635.960	-63,5%	-633.721	-69,6%	-678.981	-65,7%	-733.836	-63,8%
Margen de Explotación	365.543	36,5%	277.370	30,4%	354.563	34,3%	416.640	36,2%
Gastos Administración y Ventas	-298.797	-29,8%	-300.878	-33,0%	-313.694	-30,4%	-343.316	-29,8%
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>66.746</b>	<b>6,7%</b>	<b>-23.508</b>	<b>-2,6%</b>	<b>40.869</b>	<b>4,0%</b>	<b>73.324</b>	<b>6,4%</b>
Depreciación	-28.583	-2,9%	-29.116	-3,2%	-29.360	-2,8%	-30.573	-2,7%
<b>EBITDA</b>	<b>95.329</b>	<b>9,5%</b>	<b>5.608</b>	<b>0,6%</b>	<b>70.229</b>	<b>6,8%</b>	<b>103.896</b>	<b>9,0%</b>
Ingresos Financieros	6.057	0,6%	4.520	0,5%	5.990	0,6%	5.990	0,5%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	10.545	1,1%	11.934	1,3%	19.294	1,9%	21.474	1,9%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	-5.016	-0,5%	38.598	4,2%	-353	0,0%	107	0,0%
Amort. Menor Valor de Inversiones	-163	0,0%	-205	0,0%	-205	0,0%	-205	0,0%
Gastos Financieros	-28.191	-2,8%	-30.268	-3,3%	-28.702	-2,8%	-29.681	-2,6%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	-15.023	-1,5%	-10.115	-1,1%	749	0,1%	1.206	0,1%
<b>Resultado antes del Impuesto</b>	<b>34.954</b>	<b>3,5%</b>	<b>-9.042</b>	<b>-1,0%</b>	<b>37.643</b>	<b>3,6%</b>	<b>72.214</b>	<b>6,3%</b>
Impuesto a la Renta	-7.984	-0,8%	12.726	1,4%	-8.709	-0,8%	-16.495	-1,4%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	26.970	2,7%	3.684	0,4%	28.934	2,8%	55.719	4,8%
Items Extraordinarios	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Interés Minoritario	-21	0,0%	-68	0,0%	-68	0,0%	-68	0,0%
<b>UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO</b>	<b>26.949</b>	<b>2,7%</b>	<b>3.616</b>	<b>0,4%</b>	<b>28.866</b>	<b>2,8%</b>	<b>55.651</b>	<b>4,8%</b>
Balance General (Ch\$MM)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1.257.988</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.209.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.307.531</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.367.259</b>	<b>100,0%</b>
Caja y Equivalente	116.671	9,3%	203.147	16,8%	203.147	15,5%	203.147	14,9%
Cuentas por Cobrar	290.641	23,1%	206.199	17,1%	221.713	17,0%	246.796	18,1%
Existencias (Neto)	150.056	11,9%	126.367	10,5%	183.614	14,0%	204.388	14,9%
Otros Activos Circulantes	63.370	5,0%	68.497	5,7%	68.497	5,2%	68.497	5,0%
Total Activos Circulantes	620.737	49,3%	604.210	50,0%	676.971	51,8%	722.828	52,9%
Total Activos Fijos	294.409	23,4%	270.929	22,4%	296.904	22,7%	310.978	22,7%
Total Otros Activos	342.842	27,3%	333.862	27,6%	333.657	25,5%	333.452	24,4%
Total Activos de Largo Plazo	637.251	50,7%	604.790	50,0%	630.561	48,2%	644.431	47,1%
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>592.221</b>	<b>47,1%</b>	<b>576.982</b>	<b>47,7%</b>	<b>646.610</b>	<b>49,5%</b>	<b>659.357</b>	<b>48,2%</b>
Total Pasivos Circulantes	255.300	20,3%	300.106	24,8%	369.734	28,3%	322.482	23,6%
Deuda Financiera CP	111.314	8,8%	194.232	16,1%	257.522	19,7%	199.665	14,6%
Cuentas por Pagar	120.761	9,6%	87.398	7,2%	93.736	7,2%	104.340	7,6%
Otros Pasivos Circulantes	23.225	1,8%	18.477	1,5%	18.477	1,4%	18.477	1,4%
Deuda Financiera LP	315.977	25,1%	263.992	21,8%	263.992	20,2%	323.992	23,7%
Cuentas por Pagar LP	20.944	1,7%	12.883	1,1%	12.883	1,0%	12.883	0,9%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>665.433</b>	<b>52,9%</b>	<b>631.722</b>	<b>52,3%</b>	<b>660.626</b>	<b>50,5%</b>	<b>707.606</b>	<b>51,8%</b>
<b>INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>335</b>	<b>0,0%</b>	<b>296</b>	<b>0,0%</b>	<b>296</b>	<b>0,0%</b>	<b>296</b>	<b>0,0%</b>
Flujo de Caja (Ch\$MM)	2008		2009E		2010E		2011E	
<b>UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO</b>	<b>26.949</b>		<b>3.616</b>		<b>28.866</b>		<b>55.651</b>	
Depreciación	28.583		29.116		29.360		30.573	
Cambio en Capital del Trabajo	9.340		74.767		-66.423		-35.252	
Otros Items no Caja	15.187		10.319		-544		-1.001	
<b>Flujo por Act. de la Operación</b>	<b>80.059</b>		<b>117.817</b>		<b>-8.741</b>		<b>49.970</b>	
Capex	-43.904		-36.817		-55.335		-44.647	
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>36.155</b>		<b>81.001</b>		<b>-64.076</b>		<b>5.322</b>	

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Ripley   Valorización por Suma de Partes	VE/EBITDA Implicito (x)	EBITDA '10E (US\$MM)	V. Empresa (US\$MM)
Chile	12,2	92,3	1.122,5
Perú	9,4	37,7	355,0
Menos: (DFN+Interés Minoritario)			390,2
Valor Patrimonio Operaciones Consolidadas			1.087
Inversión Empresas Relacionados:			0
Banco Ripley + Seguros Chile			66
Banco Ripley Peru			246
Malls			131
Valor Patrimonio Objetivo			1.531
Valor Patrimonio Mercado			1.427
Premio (Descuento) en US\$			7,3%
Total Acciones (millones)			1.936
<b>Precio Objetivo 2010 (Ch\$)</b>			<b>425</b>
Precio Actual Ripley (Ch\$)			398
Retorno esperado (Ripley)			6,8%
Retorno por Dividendos Esperado			0,0%
<b>Retorno Total Esperado</b>			<b>6,8%</b>

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

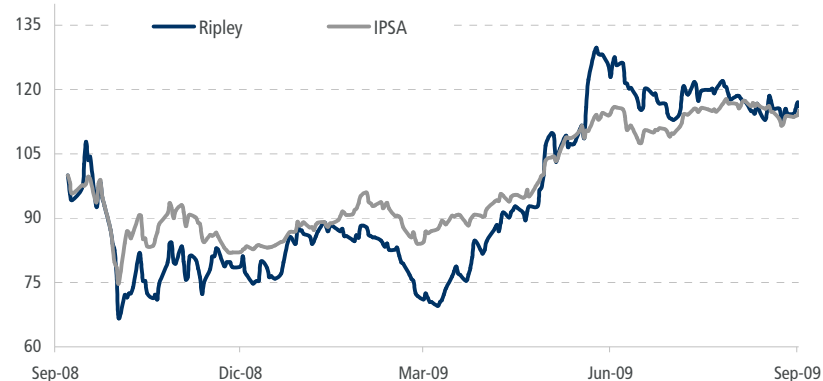
Ripley   Tasa de Descuento	Chile	Perú
Tasa Libre de Riesgo	3,75%	3,75%
Beta	1,10	1,10
Premio por Riesgo	6,7%	6,7%
Riesgo País	1,5%	2,5%
Costo Patrimonio	12,6%	13,6%
Costo Deuda	6,0%	7,0%
Tasa de Impuestos	17,0%	30,0%
Costo Deuda Después de Impto	5,0%	4,9%
Capitalización de Largo Plazo	70,0%	70,0%
<b>WACC</b>	<b>10,3%</b>	<b>11,0%</b>

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Chile	2008	2009E	1010E	2011E
PIB	3,2	-1,4	4,4	4,5
Tipo cambio cierre	636,5	545,0	540,0	540,0
Consumo	4,2	-0,7	4,0	4,8
IPC	7,1	-0,6	2,5	3,0
Tasa desempleo (%)	8,0	10,5	9,3	8,3
Perú	2008	2009E	1010E	2011E
PIB	9,8	1,8	4,4	5,6
Tipo cambio cierre	3,1	3,1	3,0	3,1
Consumo	7,9	2,7	3,6	4,4
IPC	6,7	2,0	3,0	3,0
Tasa desempleo (%)	8,1	8,5	8,0	8,0

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

**Ripley | Evolución Vs IPSA últimos 12 meses**



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

**Ripley | Recomendación Histórica**



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Recomendaciones y precios Objetivos	% Muestra Banchile	% Compañías que fueron clientes de la Banca de Inversión del Banco de Chile en los últimos 12 meses
<b>C:</b> Comprar	56,3%	35,3%
<b>M:</b> Mantener	21,9%	14,3%
<b>R:</b> Reducir	6,3%	0,0%
<b>E/R:</b> En revisión	9,4%	100,0%
<b>Restr.:</b> Opinión Restringida	6,3%	50,0%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

**Información Importante**

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 17 de septiembre de 2009, antes de la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee posición en acciones de Ripley. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas. Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile ha suscrito un contrato de asesoría con Ripley.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 30 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con tres días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.