

RIPLEY (RIPLEY:CI)

Sobredimensión de eficiencias alcanzadas en Chile la han llevado a transar sobre sus fundamentos

Asignamos recomendación Subponderar para las acciones de Ripley con un Precio Objetivo 2017E de \$480/acción, equivalente a un retorno esperado total de -4,5%. Si bien hemos revisado al alza nuestra proyección, ante eficiencias registradas en lo último, consideramos que éstas han sido sobredimensionadas, llevando al precio de su acción a transar sobre sus fundamentos. Nuestra valorización considera mejoras adicionales en márgenes a largo plazo para sus operaciones de retail en Chile y Perú. De materializarse un escenario aún más favorable al contemplado en nuestras proyecciones podría configurarse un riesgo alcista sobre nuestro precio objetivo. No obstante, estimamos que dicho evento posee una muy baja probabilidad de ocurrencia. A continuación presentamos los principales drivers de inversión:

- **Tiendas por departamento incrementarán con fuerza su Ebitda el presente año (+21,3% a/a). Estrategia de crecimiento con foco en ventas online consideramos continuará dando frutos.** En efecto, la participación de estas ventas en compañías de países desarrollados nos muestran que los niveles de saturación se ubicarían por sobre el 20%, cifra de la que hoy la compañía se encuentra aún lejana, dando espacio para continuar con un amplio crecimiento. Lo anterior, en conjunto con el desarrollo de marcas propias, permitirá continuar mostrando una positiva evolución en Same Store Sales (SSS), especialmente en Chile.

En esta línea, consideramos que el modelo de negocios de tiendas por departamento en Chile ha cambiado, alineándose gradualmente al modelo internacional al dar un giro hacia el desarrollo de la tecnología y de la omnicanalidad, lo que las compañías locales han complementado con el desarrollo de marcas propias –en desmedro de la distribución de marcas externas–, que además de potenciar ventas, permite incrementar su margen bruto. **En particular, consideramos que Ripley no ha estado ajeno al cambio de la industria y nos parece favorable su reacción a la transformación de las preferencias de los consumidores, donde mejoras adicionales en margen bruto producto de una mayor participación de sus marcas propias constituyen un riesgo alcista, aunque moderado, en nuestra valorización.**

Con todo, eficiencias registradas en negocio retail en Chile darán impulso a su Ebitda, contrarrestando retroceso esperado en las operaciones de Perú debido a fragilidad económica. Positiva evolución de SSS en Chile (+7,2% 2017E) gracias a favorable incremento de ventas online, paralelamente al desarrollo de marcas propias y eficiencia en gastos, y a la apertura de 3 tiendas el 2017, se traducirán en un avance de 34,6% a/a en Ebitda de tiendas por departamento de Chile, y una expansión de 80 Pb en margen Ebitda (hasta 4,2%), contrarrestando caída de 5,5% a/a en Ebitda de Perú. Estimamos que ventas online continuarán impulsando SSS, lo que en conjunto con una apertura estimada el próximo año permitirá registrar un avance de 5,9% en ingresos de Chile, con un incremento de 10,9% a/a en Ebitda de Chile y de 7,7% a/a en el consolidado.

- **Negocio inmobiliario consolidado entregará estabilidad a sus flujos operacionales, a la vez que Mall Aventura continuará dando impulso adicional el 2T17 debido a que su consolidación se inició el 3T16.** En tanto, expansión de los centros comerciales Arequipa y Santa Anita, entregan un impulso adicional que hemos incorporado en nuestra valorización. Por su

SUBPONDERAR

Precio Objetivo 2017E: \$480▲

Precio cierre (05.07.2017): \$514

Upside: -6,6%

Resumen Actualización

Recomendación	Subponderar
Riesgo	"Alto"
Precio Objetivo 2017 (\$)	480
Precio Objetivo ADR 2017 (US\$)	-
Rango Precio 52 Semanas	\$318 - \$519
Retorno Esperado Precio	-6,6%
Retorno Esperado Dividendo	2,1%
Retorno Esperado Total	-4,5%

Información Bursátil

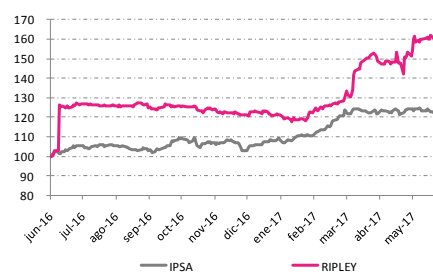
Rentabilidad Acción YTD	33,0%
Market Cap MMUS\$	1.496
Free Float	34,5%
Ticker Bloomberg	RIPLEY CI
DATV (MMUS\$)	2,5
ADR (Conversión)	-

Ratios Bursátiles

	2017E	2018E	2019E
UPA (\$)	32,3	35,0	38,0
P/U 12 M	15,9	14,7	13,5
B/L 12 M	1,3	1,2	1,1
Dividend Yield	2,1%	1,9%	2,0%
Dividendo/Acción (\$)	10,9	9,7	10,5

Fuentes: Bloomberg; Equity Research – Bci Corredor de Bolsa

Evolución Precio Acción



Fuentes: Bloomberg; Equity Research – Bci Corredor de Bolsa

Valorización: Asignamos una recomendación de Subponderar, con un P.O. 2017E de \$480/acción. Nuestra valorización mediante DCF contempla un WACC de 8,9%. Adicionalmente, hemos valorizado el negocio bancario en Chile y Perú mediante DDM, asignando una tasa de patrimonio de 11,0% en ambos casos.

Verónica Pérez
 veronica.perez@bci.cl
 Marcelo Catalán
 marcelo.catalan@bci.cl

06 de julio de 2017

parte, potenciales dos nuevos proyectos en Perú, podrían traducirse en un impacto alcista en nuestra valoración. Junto a lo anterior, resulta importante destacar que Ripley también opera el negocio inmobiliario mediante participación en sociedades en Chile a través de Nuevos Desarrollos (22,5% propiedad) e Inmob. Mall Viña del Mar (50% propiedad), los que hemos incorporado en nuestra valoración a *fair value*.

- **Nuestras proyecciones contemplan un favorable aporte de valor del negocio bancario.** Bajo supuestos optimistas, nuestra valoración exclusiva de los negocios bancarios en Chile y Perú (excluyendo ajustes) se traduce en un aporte al P.O. 2017E de \$316/acción, lo que se condice con un B/L de 2,1x y 1,9x, respectivamente, niveles que estimamos se encuentran en el nivel superior del rango tolerable.
- **Ajustes provenientes de oficinas centrales y de consolidación por saldos entre segmentos constituyen una parte relevante de nuestra valoración.** En efecto, estimamos que reportarían un resultado operacional de -\$29.643 millones el 2017, mermando las ganancias.
- Con todo, de acuerdo a nuestras estimaciones, en la actualidad la compañía presenta una alta diversificación de negocios, donde el aporte del negocio retail se ha incrementado parcialmente en lo último gracias a las mejoras en márgenes logradas en Chile. Nuestro análisis de valoración por DCF y DDM en el caso de bancos, refleja un favorable aporte del negocio bancario y retail, seguido de inmobiliario. Asimismo, los múltiplos implícitos en cada valoración reflejan niveles ajustados a la parte superior del rango tolerable. A modo de ejemplo, el negocio inmobiliario en Chile (Mall Concepción) y en Perú (Mall Aventura) poseen un múltiplo EV/Ebitda de 14,6x y 13,4x, respectivamente. Por otra parte, es importante destacar que P/U *trailing* de la empresa se ubica en 8,6x, pero al extraer las ganancias contables no recurrentes generadas el 2016 por la escisión de Mall Aventura y por discontinuadas, vemos que se ubicaría en torno a 18,3x. En tanto, estimamos P/U fwd 2017 en 15,9x, niveles que dejan en evidencia la ausencia de retornos esperados adicionales sobre el precio de la acción.

Distribución P.O. 2017E	
Retail	297
Bancario	316
Inmobiliario	287
Ajustes	- 268
Deuda Neta	- 151
PRECIO 2017E (\$)	480

- **Finalmente, es importante destacar que son los ajustes y el negocio de tiendas por departamento en Chile aquéllos que muestran una mayor sensibilidad en nuestra valoración.** En efecto, una mejora adicional de 1 pp al margen Ebitda a la contemplada en el negocio retail se traduciría en un aporte aproximado de \$50/acción a nuestro P.O. En tanto, consideramos altamente relevante la necesidad de un mayor desglose de la línea ajustes por país y consolidado por parte de la empresa, dada su relevancia en los resultados.

Riesgos

(+/-) Debilidad económica superior/inferior a la esperada podría traducirse en una evolución de SSS y ventas distintas a lo presupuestado. Asimismo, un alza en las expectativas económicas de los países donde posee operaciones podría traducirse en una evolución en ventas superior a nuestras estimaciones.

(+/-) Cualquier cambio en el plan de inversiones, o montos superiores/inferiores a lo previsto se traduciría en un impacto bajista/alcista en nuestra valoración.

(+/-) Entrada de nuevos actores internacionales y mayor nivel de competencia en la industria.

Figura 1. Estructura de propiedad 1T17

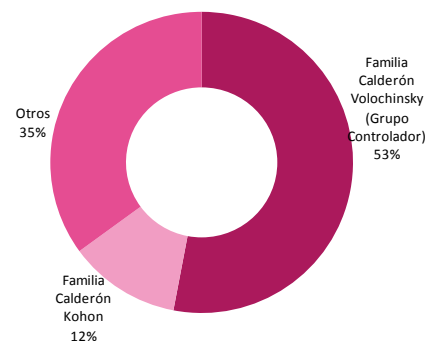
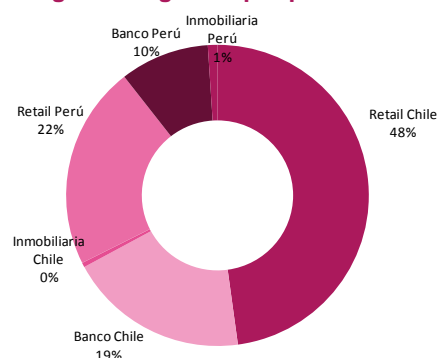
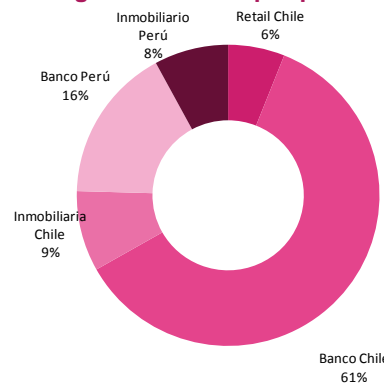


Figura 2. Ingresos por país 1T17



Notas: Ingresos 1T17 alcanzaron \$374.168 millones. Cifras no incorporan negocios no consolidados. Distribución de ingresos excluye ajustes.

Figura 3. Utilidad por país 1T17



Notas: Cifras incorporan negocios no consolidados. Distribución de utilidad excluye pérdidas y ajustes. Negocio Retail en Perú registró pérdida por \$4.675 millones. Utilidad total 1T17 (con pérdidas y ajustes): \$6.133 millones.

Fuentes: Reportes Compañía; Equity Research – Bci Corredor de Bolsa

Descripción Empresa

Ripley es una compañía chilena que opera el negocio bancario, retail e inmobiliario, con operaciones en Chile y Perú. La sociedad es controlada por la familia Calderón Volochinsky, que posee aproximadamente el 53% de las acciones de Ripley.

Principales proyecciones

	2016	2017E	2018E	2019E
--	------	-------	-------	-------

Datos Operacionales (MM\$)

Ebitda Chile	67.025	82.435	90.786	98.782
Ebitda Perú	43.141	48.317	52.065	57.617

*Cifras excluyen ajustes de consolidación.

Estado de Resultados (MM\$)

Ingresos Ordinarios	1.598.865	1.737.150	1.807.431	1.906.883
Resultado Operacional	64.600	86.535	96.606	107.488
<i>Margen Operacional</i>	4,0%	5,0%	5,3%	5,6%
Ebitda	103.874	124.408	135.619	148.191
<i>Margen Ebitda</i>	6,5%	7,2%	7,5%	7,8%
Ganancia Controladores	114.481	62.019	67.313	73.078
<i>Margen Neto</i>	7,2%	3,6%	3,7%	3,8%
Utilidad por Acción (\$)	59,1	32,0	34,8	37,7

*Ebitda incluye negocios bancarios.

Tasas de Crecimiento Estimadas

Ventas	3,7%	8,6%	4,0%	5,5%
Ebitda	4,2%	19,8%	9,0%	9,3%
Ganancia Controladores	-	-45,8%	8,5%	8,6%
UPA	-	-45,8%	8,5%	8,6%

Balance Banco Ripley Chile (MM\$)

Colocaciones Netas	696.026	707.989	746.952	794.203
Total Activos	901.554	897.200	943.942	1.002.815
Depósitos y Obligaciones Vista	424.321	358.088	372.520	401.329
Obligaciones Financieras	208.971	272.704	299.752	310.178
Total Pasivos	691.988	687.854	732.481	775.522
Patrimonio	209.566	209.346	211.461	227.292
Total Pasivos + Patrimonio	901.554	897.200	943.942	1.002.815

*Cifras corresponden a Negocio Bancario en Chile

Flujo Dividendos Consolidado Banco Ripley Chile (MM\$)

Política de Reparto	100%	100%	100%	70%
Flujo de Dividendos	32.497	40.413	41.644	31.265

*Cifras corresponden a Negocio Bancario en Chile

Ratios Banco Ripley Chile

Rentabilidad y Eficiencia

MIN	22,7%	23,2%	23,1%	23,0%
MIN Neto de Provisiones	13,8%	14,4%	14,5%	14,6%
Eficiencia Operacional	52,3%	50,8%	50,0%	49,8%
ROAE	25,0%	20,0%	21,6%	22,2%
ROAA	6,2%	4,9%	5,1%	5,2%

Calidad de Crédito

Provisiones / Col. Totales	11,9%	12,8%	13,0%	13,0%
Cartera Morosa / Col. Totales	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%

Ratios de Solvencia

BIS Ratio	20,9%	20,2%	19,4%	19,7%
TIER I	20,9%	18,9%	18,2%	18,4%

*Cifras corresponden a Negocio Bancario en Chile

Equity Research
BCI Corredor de Bolsa

Pamela Auszenker, CFA
Subgerente Equity Research
pamela.auszenker@bci.cl

Marcelo Catalán
Jefe Equity Research

Eléctrico
marcelo.catalan@bci.cl

Verónica Pérez
Analista Senior
Retail
veronica.perez@bci.cl

Francisco Domínguez
Analista
Bancos y Eléctrico
francisco.dominguez@bci.cl

Fernando Errázuriz
Analista
Commodities, Forestal y Sanitarias
fernando.errazuriz@bci.cl

Las recomendaciones asociadas a Precio Objetivo se actualizan diariamente según los siguientes criterios:

SOBREPONDERAR	SI	Rentabilidad total ¹ absoluta es mayor a rentabilidad del bono Gobierno Chileno 10Y + premio por riesgo Renta Variable	Y	Rentabilidad total ¹ al menos un 5% superior a la esperada para el Ipsa
SUBPONDERAR	SI	Rentabilidad total ¹ absoluta es menor a 0%	O	Rentabilidad total ¹ al menos un 5% inferior a la esperada para el Ipsa
NEUTRAL	SI	No califica como SOBREPONDERAR	Y	No califica como SUBPONDERAR

¹ Rentabilidad total = Upside + Dividend Yield

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Equity Research - BCI Corredor de Bolsa

Riesgo alto/medio/bajo de recomendación de inversión implica una alta/media/baja sensibilidad a cambios en las principales variables que determinan el upside potencial de la acción. Asimismo, el análisis respectivo contempla tanto factores cuantitativos como cualitativos.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.