



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Clasificación Nueva

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.ebersperger@humphreys.cl

SMU S.A

Diciembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	A- Favorable
EEFF base	30 septiembre de 2011

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de Bonos a 10 años ¹ Serie A	Nº 649 de 20.12.2010 Primera Emisión
Serie B	Primera Emisión
Serie C	Primera Emisión
Serie E	Segunda Emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie D	Nº 650 de 20.12.2010 Primera Emisión
Serie F	Segunda Emisión
Línea de Bonos a 10 años Serie A	Nº 667 de 26.05.2011 Primera Emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie B	Nº 668 de 26.05.2011 Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado Resumido, IFRS

M\$ corrientes	2009	2010	Ene-Sep.2010	Ene-Sep.2011
Ingresos Ordinarios	884.931.551	1.077.950.951	763.767.746	1.210.310.623
Costo de Ventas	-661.660.633	-787.823.493	-557.422.764	-937.375.157
Total Gastos de Administración y Distribución	-199.359.699	-259.139.631	-189.208.954	-270.543.808
Resultado Operacional	23.911.219	30.987.827	17.136.028	2.391.658
Gastos Financieros	-21.451.825	-30.070.937	-21.140.808	-32.249.544
Ganancia (Pérdida)	4.976.122	-8.145.103	-10.887.933	-2.235.641
EBITDA	43.971.054	71.250.068	42.651.737	43.831.193

¹ Las líneas de bonos Nº 649 y Nº 650 fueron inscritas por Supermercados del Sur S.A., hoy fusionada con SMU S.A., de ahí la existencia de dos pares de series de bonos con las letras "A" y "B" para **SMU**.

Estado de Situación Financiera Resumido, IFRS			
M\$ corrientes	31-12-2009	31-12-2010	30-09-2011
Activos Corrientes	225.953.915	308.020.920	412.513.045
Activos No Corrientes	650.727.964	804.626.444	1.728.428.893
Total de Activos	876.681.879	1.112.647.364	2.140.941.938
Pasivos Corrientes	280.246.540	369.794.013	605.458.450
Pasivos No Corrientes	396.327.740	384.977.734	787.618.297
Total de Pasivo	676.574.280	754.771.747	1.393.076.747
Patrimonio Total	200.107.599	357.875.677	747.865.191
Total de Pasivos y Patrimonio	876.681.879	1.112.647.424	2.140.941.938
Deuda Financiera ²	390.601.067	277.869.014	634.088.145

Opinión

Fundamento de la clasificación

SMU S.A. (SMU) es una sociedad dedicada a la venta minorista y mayorista en Chile y Perú. Opera 572 locales bajo las marcas "Unimarc" y "Bigger" (supermercados minoristas), "Construmart" (materiales de construcción), "OK Market" (tiendas de conveniencia), "Telemercados" (*e-commerce*) mientras que en ventas al por mayor utiliza los nombres "Alvi", "Mayorista 10", "MaxiAhorro", "Dipac", "Comer" y "Mayorsa", esta última en Perú. En septiembre de 2011 la empresa se fusionó con la cadena Supermercados del Sur S.A. (SdS), que operaba supermercados minoristas y mayoristas.

Durante los nueve primeros meses de 2011, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 2.319,7 millones³ (US\$ 4.339 millones proforma⁴ a junio de 2011), un EBITDA de US\$ 84 millones, recordando que producto de la incorporación de diversas cadenas de retail durante 2011, dichas cifras no son estrictamente comparables con las de 2010. Al 30 de septiembre de 2011, la deuda financiera de **SMU** ascendía a US\$ 1.215,3 millones, de los cuales US\$ 335,6 millones (27,6%) correspondían a bonos corporativos.

Los principales elementos que dan sustento a la clasificación de **SMU** en "Categoría A-" son su enfoque en el rubro supermercados minoristas, en el que alcanza cerca de un 24% de participación por ventas, siendo la mayor cadena de Chile en número de puntos de venta y la tercera en términos de ventas totales. Asimismo, se destaca que la estrategia de la empresa en este segmento ha sido enfocarse en la oferta de alimentos, higiene personal y artículos de aseo, cuyas ventas tienden a ser más estables ante variaciones del producto interno bruto, sobre todo si se las compara con las ventas de bienes durables (electrónica y muebles), más afectos a los ciclos, sobre todo por estar más asociados al crédito.

²Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Se excluyen las obligaciones por arrendamientos que califican como financieras.

³Tipo de cambio al 30 de septiembre de 2011: \$ 521,76 /US\$.

⁴Considerando que algunas cadenas no han completado un año entero operando bajo **SMU**.

El elevado número de locales con que opera **SMU** le permiten disminuir su dependencia a un número particular de puntos de venta, mitigando con ello el riesgo de perder los flujos generados en ellos ante por ejemplo la pérdida del local por cese de los arriendos, además de permitirle alcanzar una elevada escala dentro de Chile, siendo una de las empresas más grandes en términos de ventas del sector *retail*. Asimismo, la diversificación geográfica de las ventas de la empresa, en particular a la luz de la fusión con SdS, disminuye su dependencia a la actividad económica de una región en particular.

Por otra parte, también se reconoce la experiencia de los dueños y ejecutivos en el rubro *retail*, lo que les faculta para implementar de mejor manera los planes de desarrollo diseñados para la empresa, lo que a la vez ha significado haber integrado de manera exitosa un gran número de cadenas adquiridas. Respecto de este último punto, se valora el que a la fecha **SMU** haya logrado llevar a cabo de manera exitosa las adquisiciones realizadas, lo que implica poder aprovechar las características positivas que estas tenían con anterioridad a su incorporación al emisor, y le permite prever la obtención de sinergias en su fusión con SdS.

La clasificación también incorpora positivamente el continuo apoyo que los dueños de **SMU** han entregado a la compañía, lo que se manifiesta tanto a través de la participación de los propietarios de algunas de las cadenas adquiridas en la propiedad de la empresa, como en la suscripción de sucesivos aumentos de capital que todos los dueños han realizado desde la formación de la compañía, para apoyarla en su crecimiento. Destaca el acceso a financiamiento y solvencia del controlador, el grupo Saieh.

Finalmente, se valora la participación de la empresa en otros segmentos del rubro supermercados, como el mayorista, tiendas de conveniencia y venta a distancia, lo que le permite diversificar y complementar la oferta del segmento supermercados minoristas.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación asignada a **SMU** se encuentra la elevada competencia del rubro *retail*, en particular de los supermercados, representada a través de empresas con gran experiencia y respaldo financiero (Walmart, Falabella, Cencosud), lo que presiona a las empresas para aumentar el número de locales o las obliga a disminuir márgenes para competir de mejor manera, para conservar así su participación. Este factor también implica destinar elevados montos a inversiones, las que no necesariamente alcanzarán la misma rentabilidad que los actuales activos operativos de la empresa.

También restringe la clasificación asignada el que en términos relativos a su generación de caja, la empresa actualmente tenga un endeudamiento relativamente elevado a la categoría asignada (contablemente, la deuda financiera neta sobre EBITDA llegaba a 7,92 veces al año móvil terminado el 30 de septiembre de 2011). Sin embargo, se reconoce que lo anterior se debe en parte a de la incorporación contable de los pasivos financieros de SdS, no así de sus flujos de caja, por lo que en realidad este indicador se ubicaría cerca de las seis veces si además se tiene en cuenta el reciente aumento de capital, efectuado con posterioridad al cierre de los últimos estados financieros y destinado al prepago de deuda financiera. Asimismo, Construmart y Alvi son cadenas que fueron adquiridas hace menos de un año, y por tanto aún no aportan un año completo de sus flujos a **SMU**.

Relacionado con lo anterior, la incorporación a la empresa de nuevas cadenas mediante adquisición supone en el corto plazo una presión sobre los márgenes con que opera la compañía, al menos mientras no se complete el período de transición hacia el estándar de operación que **SMU** ha definido, existiendo siempre el riesgo que la integración no se efectúe de la manera planificada, reconociendo eso sí la experiencia de **SMU** al respecto.

Finalmente, se toma en cuenta como riesgo el que casi un 10% de las ventas de SMU provenga del rubro de materiales de construcción, que tienden a ser procíclicos y de menor tamaño que el resto de los segmentos operados.

La tendencia de la clasificación de **SMU** se estima como "*Favorable*", por cuanto se espera que en el mediano plazo la empresa sea capaz de integrar satisfactoriamente las operaciones de SdS, obteniendo de esa manera ahorros de costos que le permitan incrementar la generación de caja de las cadenas consolidadas (por ejemplo, a través de un incremento en la tasa de EBITDA a ingresos), disminuyendo de esa manera el endeudamiento financiero relativo consolidado.

Asimismo, la clasificadora ha tomado conocimiento que el emisor ha estado realizando cambios en distintos ámbitos, incluyendo entre ellos una reestructuración de parte de su deuda financiera, que no han sido considerados en la asignación de la categoría de riesgo por cuanto al momento de la evaluación se trataba de procesos aun no finalizados.

Hechos Recientes

Resultados Enero-Septiembre 2011

En los primeros nueve meses de 2011, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.210.310,6 millones, experimentando así un incremento de 58,5% respecto de igual período de 2010, lo que se explica tanto por un crecimiento en las ventas por local equivalente como por la inauguración de nuevas tiendas, y también por las adquisiciones de cadenas realizadas en el período, principalmente Consorcio Mayorista y Construmart.

El costo de ventas del período, en tanto, creció 68,2% hasta \$ 937.375,2 millones, explicado por el alza en el nivel de actividad del período. La mayor variación respecto de los ingresos (que implicó una disminución del margen bruto como proporción de los ingresos desde 27% a 22,6%) se explica por la incorporación de negocios (mayorista y construcción) con menores márgenes al de supermercados, lo que en todo caso debiera mejorar en la medida que la empresa traspase su mayor poder de compra a estas cadenas.

Los gastos de administración y de distribución crecieron en un 43% (contra 58,5% de los ingresos) a \$ 270.543,8 millones en el lapso analizado, lo que ayudó a compensar el mayor incremento de los costos de explotación. Con todo, como consecuencia de lo anterior, el resultado operacional cayó un 86% hasta \$ 2.391,7 millones, aunque el EBITDA del período creció en 2,8% a \$ 43.831 millones, explicado esto último por el mayor nivel de depreciaciones y amortizaciones del período, dado el incremento en el número de locales en operación.

Finalmente, en los nueve primeros meses de 2011, **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 2.235,6 millones, lo que representa una fuerte atenuación con respecto a los \$ 10.887,9 millones perdidos en el mismo período de 2010.

Eventos recientes

Durante 2011 se realizó un aumento de capital por \$ 90.000 millones, mediante la suscripción de 24.563.319 nuevas acciones, según había sido acordado en junta de accionistas de diciembre de 2011.

El 9 de junio de 2011 SMU realizó la emisión de bonos por un total de UF 5 millones, con cargo a las líneas N° 667 y N° 668 inscritas por la sociedad, con UF 2 millones a cinco años y UF 3 millones a 21 años.

El 18 de agosto Mayorsa S.A., filial mayorista en Perú de **SMU**, acordó con la sociedad de ese país Total Artefactos S.A. la adquisición de nueve locales de supermercados que operan en Perú bajo las marcas “Maxi Bodegas” y “Don Vito”.

Los días 1, 8 y 16 de septiembre la filial Construmart S.A. suscribió acuerdos para la adquisición de las cadenas de ferreterías “Ferreterías Camarena” (dos locales), Ferreterías Rodríguez (tres tiendas) y “Ferretería Toral” (dos locales), respectivamente.

El 17 de septiembre de 2011, **SMU** y Supermercados del Sur S.A. anunciaron la fusión por absorción de esta última en la primera. Para ello, se aumentó el capital social de **SMU**, pasando desde \$ 512.637.574.380 millones divididos en 1.881.356.862 acciones a \$ 643.131.523.116 dividido en 2.314.661.494 acciones, siendo entregados a SdS 433.304.632 títulos como parte del acuerdo. Asimismo, se incrementó el número de directores desde siete a once, y se acordó incrementar el capital de la sociedad en \$ 100.000 millones antes del término de 2011. La primera parte de este aumento de capital, por \$ 26.500 millones, fue concretada el 29 de septiembre mediante la emisión de 73.993.411 acciones, mientras que los \$ 73.500 millones remanentes fueron pagados durante el mes de octubre.

En junta de tenedores de los bonos emitidos por Supermercados del Sur (línea N°649, serie A con cargo a ella y línea N°650 y serie D con cargo a ésta), realizada el 14 de octubre de 2011, se rechazó hacer exigible el pago anticipado del capital, reajustes e intereses de dichos instrumentos. Asimismo, en dicha ocasión se citó para el 3 de noviembre a junta de los tenedores de los mencionados bonos y también de los tenedores de los bonos emitidos por **SMU** (línea N°667 y serie A, y N°668 y su serie B). En dicha junta se aprobó la modificación de los resguardos financieros o *covenants* establecidos en los contratos de las respectivas líneas de bonos, con el objetivo de igualarlos, además de modificar la nomenclatura para homologarla (por ejemplo, se cambió la definición de activos esenciales, sustituyendo “Bigger” por “Unimarc”). Los actuales *covenants* se encuentran descritos en la sección “Bonos” al final del presente informe.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenecen o en la economía.

(-) Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría

Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Oportunidades y fortalezas

Enfoque en productos de primera necesidad en supermercados y mayorista: La estrategia de supermercados "Unimarc" (y también la que desarrollaba "Bigger" con anterioridad a la fusión) y en las tiendas mayoristas es centrarse en la venta de alimentos y de productos de limpieza y aseo general, cuyas ventas, por corresponder en su mayoría a productos de primera necesidad, tienden a ser menos volátiles en épocas de contracción económica que los bienes durables (electrónica, electrodomésticos y muebles, principalmente). Esto implica que los ingresos de la sociedad se verán menos expuestos a contracciones, con lo que la generación de flujos de caja tenderá a ser más estable.

Cobertura nacional en supermercados: Luego de la fusión entre **SMU** y Supermercados del Sur, la empresa alcanzó una cobertura geográfica, con sus locales de supermercados, que abarca prácticamente la totalidad del territorio chileno, lo que le permite diversificar sus fuentes de ingresos por este concepto, evitando así que los vaivenes económicos de una zona en particular afecten sus ingresos de manera importante. Asimismo, esto le permite competir de mejor forma con las otras dos grandes cadenas de supermercados, Walmart Chile y Cencosud.

Elevado número de puntos de venta: Para sus principales líneas de negocio, supermercados minoristas y mayoristas, la compañía cuenta con 320 y 145 tiendas, respectivamente, ninguna de ellas por sí sola representando un porcentaje significativo de los ingresos consolidados de **SMU**, por lo que la pérdida de cualquiera de ellos (por ejemplo por cesación del contrato de arriendo) no representaría una disminución significativa de los ingresos, como sí podría ser en el caso de una cadena de tiendas por departamento.

Experiencia en integración de cadenas: Desde su creación en 2007, **SMU** ha logrado integrar a sus operaciones a 55 cadenas de distintos formatos, tamaños y ubicaciones, adaptándolas al formato de marca y *mix* de productos Unimarc en el caso de supermercados, lo que le ha permitido crear la cadena más grande de Chile en términos del número de puntos de venta. Lo anterior destaca por cuanto se ha realizado en un

período relativamente breve de tiempo y sin eventos relevantes que hayan causado problemas en la continuidad de las ventas de las adquiridas, lo que permite conservar las fortalezas que éstas tenían previo a cada incorporación. Parte importante de los ahorros conseguidos se deben al uso de *software* y tecnología adecuados, lo que les permite incorporar nuevas tiendas de manera rápida y expedita, además de un centro de distribución con una elevada capacidad (abastecimiento a 500 locales). De este modo, se prevé que la integración de Supermercados del Sur al estándar Unimarc podría conseguirse en un tiempo relativamente breve, alcanzando de esa forma las sinergias que se esperan producto de la fusión.

Apoyo de los dueños: La compra de las nuevas cadenas incorporadas a **SMU** ha implicado un importante desembolso de recursos, buena parte de los cuales han sido aportados por los dueños de la empresa a través de sucesivos aportes de capital, que a la fecha suman cerca de \$ 600.000 millones, expresados incluso a través de los recientes aportes efectuados entre septiembre y octubre de 2011 por \$ 100.000 millones. Al respecto, cabe destacar la solvencia del grupo Saieh, principal accionista de la compañía.

Conocimiento del sector: Los principales ejecutivos y gerentes de la compañía provienen de otras empresas del *retail* en Chile, lo que implica que poseen la experiencia necesaria para la implementación de la estrategia de desarrollo que ha definido SMU, lo que incluye la integración de las nuevas cadenas adquiridas. Asimismo, los antiguos dueños de las cadenas Bravo y Rendic participan en el directorio de la sociedad, por lo que aportan a **SMU** la experiencia que adquirieron en el desarrollo de sus propios negocios.

Segmento mayorista y tiendas de conveniencia: Con 147 puntos de venta a través de "Mayorista 10", "Alvi", "Dipac", "Comer" y "MaxiAhorro", los que **SMU** espera consolidar a futuro bajo una sola marca, la empresa se sitúa por lejos como el principal actor del mercado para el segmento de supermercados mayoristas, lo que le permite entregar una oferta más amplia al público y captar un nuevo segmento de clientes. Complementariamente, si bien las tiendas de conveniencia, representadas por la marca "OK Market", alcanzan a sólo un 1% de las ventas del grupo, este formato de tiendas permite complementar al de supermercados, en particular en locaciones y horarios no servidos por éstos.

Factores de riesgo

Alto nivel de competencia: La fuerte competencia que presenta el segmento desupermercados, con otros dos partícipes de elevado tamaño (Walmart Chile y Cencosud) tornan a sus participantes altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión sobre los márgenes de venta los fuerzan a crecer para mantener su posicionamiento y poder alcanzar mayores economías de escala. Asimismo, varios grupos del comercio minorista chileno presentan una oferta de formatos integrada (tiendas por departamento, mejoramiento de hogar y dado ello, es importante que el emisor genere constantemente eficiencias en términos comerciales, logísticos y de manejo de inventarios.

Márgenes contraídos: Producto de la incorporación de cadenas que presentaban distintos tamaños y niveles de eficiencia, y de que parte de tales adquisiciones han sido financiadas con pasivos financieros, en la

actualidad el endeudamiento financiero relativo de **SMU** en relación a su generación de caja se considera relativamente elevado, lo que se vio intensificado a la luz de la fusión con SdS, tomando en cuenta los bajos márgenes que ésta presentaba hasta el primer semestre de 2011. Con todo, se espera que con los recientes aportes de capital el endeudamiento financiero total de la empresa disminuya, y que además continúe consolidando su plan de negocio y mejoras eficiencia (en particular con la fusión de SdS, que permitiría eliminación de costos duplicados y una mayor escala de operaciones), lo que implicaría mejores márgenes en 2012.

Proceso de incorporación de adquisiciones: Si bien se reconoce que **SMU** ha logrado llevar a cabo una transición adecuada en la incorporación de las cadenas incorporadas, ello no impide que puedan existir dificultades a futuro en nuevas integraciones, reconociendo que la experiencia adquirida desde la creación de la compañía actúa como mitigante de lo anterior. Por otra parte, la consolidación de distintas empresas de un rubro, por ejemplo en el segmento mayorista y construcción, implica invertir en el desarrollo y posicionamiento de una marca fuerte que sea capaz de competir con actores del mercado ya consolidados.

Elevadas necesidades de inversión: La apertura de nuevos locales para alcanzar una mayor cobertura geográfica en los formatos mayorista, tiendas de conveniencia y construcción, para de esa forma competir de mejor manera con los actores más relevantes de cada rubro, más eventuales futuras adquisiciones destinadas al mismo objetivo (considerando que desde su nacimiento SMU ha crecido en parte por esta vía), implican la necesidad de allegar recursos extra a los ya utilizados, lo que podría suponer una presión sobre los flujos de caja generados.

Volatilidad del segmento construcción: Si bien el foco de la empresa se ubica en el rubro supermercados, según proyecciones de la compañía las ventas de Construmart representarán cerca de un 9% de los ingresos de **SMU** en 2011, cabiendo mencionar que ellas están centradas mayoritariamente en las ventas de insumos de construcción y por lo tanto están afectas a los movimientos de esta actividad, que tienden a ser más intensos que los del comercio minorista en general.

Antecedentes generales

Historia

SMU surgió en 2008 cuando el Grupo Saieh adquirió Supermercados Unimarc al grupo Errázuriz. Con posterioridad, mediante compras y asociaciones, se sumaron las cadenas de supermercados Deca, Bryc y Korlaet, a las que se fueron añadiendo otras de menor tamaño a lo largo de Chile.

En diciembre de 2010, SMU compró la cadena de tiendas de conveniencia "OK Market".

En enero de 2011, SMU adquirió Alvi S.A., empresa dedicada a la venta y distribución de productos al por mayor, y que incluía las marcas Alvi y Dipac en Chile y Mayorsa en Perú. Durante el mismo mes, **SMU** adquirió Construmart S.A., una de las principales cadenas de distribución de materiales de construcción.

El 27 de mayo de 2011, la sociedad se inscribió en el registro de la Superintendencia de Valores y Seguros, con el número 1.076.

El 17 de septiembre de 2011, **SMU** y Supermercados del Sur anunciaron su fusión, SdS correspondía a una cadena de supermercados mayoristas y minoristas presente con 110 locales, principalmente entre las regiones del Biobío y de Los Lagos.

Propiedad y administración

La estructura de propiedad de **SMU** al 30 de septiembre de 2011 es la que se muestra a continuación:

Sociedad	Nº de acciones	% de la propiedad
Inversiones SMU Matriz Ltda.	887.167.988	38,33%
Gestora Omega Ltda.	318.047.398	13,74%
SYR Inversiones Ltda.	273.424.256	11,81%
FIP Sinergia	167.209.322	7,22%
FIP Gamma	162.435.161	7,02%
Inversiones RK S.A.	81.200.000	3,51%
Brator Uno FIP	78.925.000	3,41%
Agrícola Corniglia Ltda.	73.030.265	3,16%
Bravo y Cía S.A.	59.051.902	2,55%
FIP Alpha	56.043.813	2,42%
FIP Alpha II	51.002.504	2,20%
Gestora Omega Ltda. BG	39.976.758	1,73%
FIP Delta	33.304.481	1,44%
FIP Epsilon	19.702.340	0,85%
FIP Croacia	11.890.095	0,51%
Gestora Omega Ltda. BG 3	2.101.368	0,09%
Gestora Omega Ltda. BG 2	148.843	0,01%
TOTAL	2.314.661.494	100%

En el sector financiero, el grupo Saieh es controlador de las compañías de seguros CorpSeguros y CorpVida y del banco chileno Corpbanca, a través del cual participa de los negocios de administración de activos, corredora de bolsa, administración general de fondos, corretaje de seguros y asesorías financieras. En el ámbito de medios de comunicación, es dueño del grupo de ediciones periodísticas Copesa (La Tercera, La Cuarta, Pulso, Qué Pasa) y de Dial (conglomerado de siete radios), teniendo también un 20% de la empresa de telecomunicaciones VTR. En el área inmobiliaria, participa en la propiedad de hoteles en Chile y Uruguay, y es dueño de los *malls* "Vivo" (Panorámico, Centro, Piedra Roja, Melipilla, Rancagua).

El directorio de **SMU** está constituido por los siguientes once miembros:

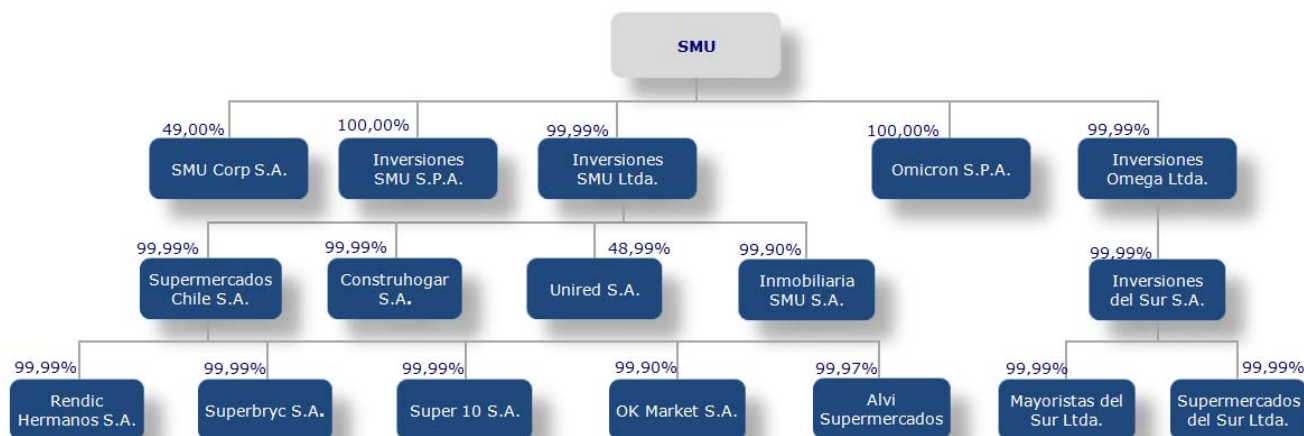
Nombre	
Nombre	Cargo
Álvaro Saieh Bendeck	Presidente del Directorio
Pilar Dañobeitia Estades	Vice-presidente del Directorio
Álvaro Barriga Oliva	Director
Max Sichel Day	Director
Carlos Zepeda Hernández	Director
Rodrigo Errázuriz Ruiz-Tagle	Director
Juan Rendic Lazo	Director
Enrique Bravo Rocco	Director
Miguel Plana Zenteno	Director
Gonzalo Dulanto Letelier	Director
Fernando Barros Tocornal	Director

La administración está constituida por los gerentes detallados a continuación:

Nombre	Cargo
Juan Pablo Vega	Gerente General
Javier Luck	Gerente de Planificación y Control
Charles Naylor	Gerente de Finanzas
Marcelo Gálvez	Gerente de Supermercados Chile
Patricio Llosa	Gerente de Supermercados Perú
Guillermo Elgueta	Gerente General Construmart
Patricia Campillay	Contralor
Fernando Santos	Gerente de Sistemas
Fernando Oyanedel	Gerente de Recursos Humanos

Estructura de la Compañía y Segmentos de Negocio

La estructura societaria al 30 de septiembre de 2011, con posterioridad a la fusión con SdS, es la que se detalla a continuación, haciendo notar que producto de reorganizaciones es posible que cambie a futuro:



SMU Corp S.A. es una sociedad controlada por Corpbanca, banco perteneciente al grupo Saieh, controlador a su vez de **SMU**. Está orientada a la administración de la tarjeta de crédito propia del emisor.

SMU define dos segmentos principales de negocios: el de supermercados y el de materiales de construcción. En el primer caso se incluyen varios formatos de venta, por lo que a continuación se describen a grandes rasgos los tipos de tienda con que opera la compañía.

Supermercados Chile: La empresa opera con la marca "Unimarc" (224 locales), y también, a consecuencia de la fusión con Supermercados del Sur, con las tiendas que pertenecían a esta última siguen operando bajo el nombre "Bigger" (96 locales), las que a futuro será cambiado por el de Unimarc, nombre que pasará a ser el único de **SMU** en este segmento y por el cual la empresa es más conocida. En este segmento, la empresa se ha centrado a un supermercado de tamaño mediano, con cerca de 1.500 m² en promedio, y cuyo foco es la venta de alimentos y productos básicos para el hogar, en particular con el concepto de "food market" centrado en alimentación. Se estima que **SMU** alcanza una participación cercana al 24%, sin contabilizar el segmento de supermercados mayoristas, alcanzando una elevada diversificación geográfica a lo largo de Chile.

En el rubro de supermercados en Chile, las otras cadenas que conforman la competencia son Walmart Chile (33% del mercado), a través de sus marcas "Líder" (con formatos *Express* de menor tamaño e *Hiper* para los de mayor tamaño), "Ekono" (supermercados de tamaño más pequeño y enfocadas a precios más bajos) y "Super Bodega ACuenta" (orientada también hacia a precios más bajos, aunque de mayor tamaño); Cencosud (27% del mercado), con las marcas "Santa Isabel" (supermercados) y "Jumbo" (hipermercados); y Falabella (5% del mercado), mediante los nombres "Tottus" (super e hipermercados) y "San Francisco". Cabe destacar que los denominados como supermercados propiamente tal tienden a orientarse hacia un segmento

de negocios similar al de Unimarc (alimentación y limpieza), mientras que los hipermercados agregan bienes durables (electrónica, línea blanca, hogar) a su oferta de productos, productos que tienden a ser más volátiles en sus ventas con los ciclos económicos.

Mayorista: Inicialmente la marca de ventas al por mayor de **SMU** en Chile era “Mayorista 10” (actualmente 145 tiendas), aunque con la adquisición de Alvi se incorporaron los registros “Alvi”, “Comer” y “Dipac”, mientras que la fusión con SdS aportó “MaxiAhorro” (nueve locales). En Perú, la marca con que se desarrolla la venta de supermercados al mayoreo es “Mayorsa” (once tiendas), habiendo incorporado recientemente otros nueve puntos de venta a través de adquisiciones. En Chile **SMU** es líder de este mercado, cabiendo mencionar que un porcentaje de los clientes de las tiendas mayoristas acude a éstas buscando precios más bajos que los de los supermercados tradicionales, por lo que parte de la competencia de este formato está constituida por marcas como “Ekono” y Super Bodega ACuenta”, enfocadas al segmento que busca precios bajos, por tanto los límites entre los supermercados minoristas y mayoristas pueden ser un tanto difusos. Las marcas “Dipac” y “Comer” están netamente enfocadas al segmento mayorista, a través de venta mediante mesones.

Tiendas de Conveniencia: **SMU** desarrolla esta área de negocio a través de la marca “OK Market”, adquirida a fines de 2009, y que actualmente cuenta con 64 puntos de venta. Este tipo de establecimientos son generalmente de reducido tamaño y fácil acceso desde las principales calles, orientándose a cubrir necesidades como alimentación (platos preparados y *snacks*), bebidas y otros productos para reposición de urgencia (abarrotes, higiene personal) y que usualmente funcionan en un horario extendido, incluyendo parte o la totalidad de la noche. La competencia en Chile está representada por otras tiendas de conveniencia (“Big John”), por los establecimientos de las estaciones de servicio de combustibles (Copec, Petrobras, Shell, Terpel, cada una con su propia marca), por algunas farmacias que incluyen la venta de bebidas y *snacks*, y en ciertos casos también por botillerías de funcionamiento nocturno.

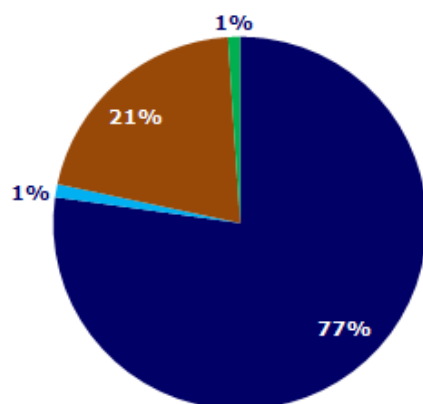
Ventas remotas: Este segmento de negocios incluye las ventas a través de internet y por teléfono, y se desarrolla a través de la marca “Telemercados”, adquirida en 2010 y con una historia de treinta años en la venta a distancia, inicialmente telefónica. En el corto plazo, **SMU** reemplazará esta marca por Unimarc.com para potenciar así las ventas por internet del segmento supermercados. En Chile, compete con las divisiones de ventas a distancia de los supermercados Lider (Walmart), Jumbo (Cencosud) y Tottus (Falabella).

Construcción: Con la adquisición de la cadena “Construmart” en enero de 2011, **SMU** ingresó al mercado de insumos de la construcción y de mejoramiento para el hogar, aunque la cadena está enfocada principalmente al primero de estos segmentos. A la fecha cuenta con 23 locales, habiendo acordado durante septiembre la adquisición de otras tres cadenas de tamaño pequeño, para un total de siete nuevos puntos de venta. Además cuenta con 75 locales asociados a través de la marca “Ferroexperto”. En Chile este mercado es liderado por Falabella, con 67 puntos de venta de su filial Sodimac Chile a través de sus marcas Homecenter Sodimac, Sodimac Constructor, Homy y Ferretería Imperial, esta última especializada en ventas para la construcción; por “Easy”, de Cencosud, con 29 locales y un enfoque en mejoramiento del hogar; por las asociaciones de ferreterías Chilemat (103 puntos de venta) y MTS (alrededor de 106 locales), y por las

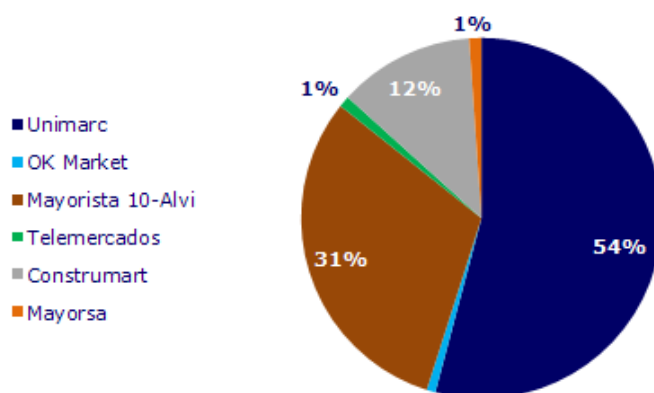
ferreterías independientes de menor tamaño. Es un mercado relativamente poco concentrado, por la presencia de las ferreterías más pequeñas y la existencia de cadenas especializadas en algunos tipos de materiales de construcción (aceros, Placacentros, etc.). La compañía estima una participación de mercado de en torno a 5,3% para este segmento.

Durante 2010, el desglose de los ingresos de **SMU** fue el siguiente según los estados financieros y según modalidad proforma (incorporando cadenas adquiridas en 2011, sin SdS), fueron los siguientes:

Ingresos SMU 2010, según EEFF

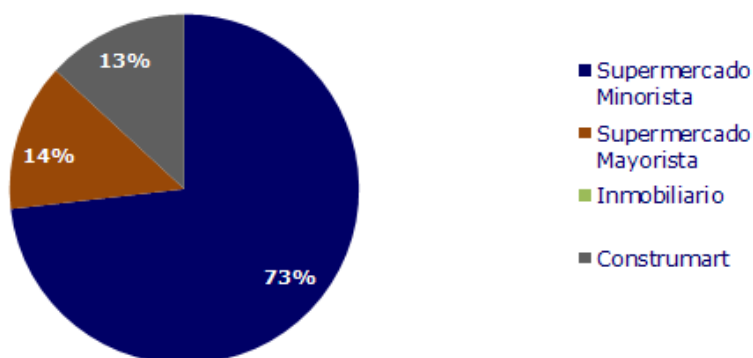


Ingresos SMU 2010, Proforma



Mientras, en los nueve primeros meses de 2011, el desglose de ingresos, por segmento, son los que se indican a continuación:

Desglose Ingresos SMU Enero-Septiembre 2011

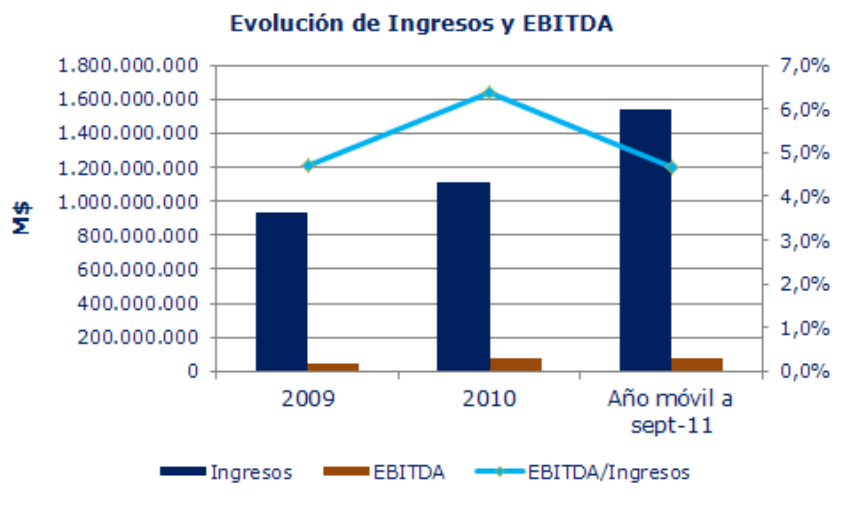


En términos de resultado operacional, el segmento construcción aportó \$ 3.419,8 millones, el de supermercados mayoristas \$ 1.574,9 millones, mientras que la contribución del segmento minorista fue de - \$ 2.600,7 millones, para un total de \$ 2.391,7 millones en los nueve primeros meses de 2011.

Análisis Financiero⁵

Evolución ingresos por ventas y EBITDA

Los ingresos y la generación de caja de la empresa han tenido un crecimiento elevado, considerando el período con información pública. En el período 2009 hasta el año móvil terminado en septiembre de 2011, las ventas totales habían crecido más de 65%, tasa similar a la que experimentó el crecimiento del EBITDA. Lo anterior ha estado sustentado en la incorporación de nuevas cadenas y en el desarrollo del modelo de negocios de la compañía, que incluyó el reposicionamiento de la marca Unimarc, bajo la cual uniformó las marcas de supermercados minoristas. La tasa de EBITDA a ingresos se ha mantenido por sobre el 5%, cayendo a septiembre de 2011 respecto de 2010 por la incorporación de cadenas de menor margen bruto (ALVI y Construmart).



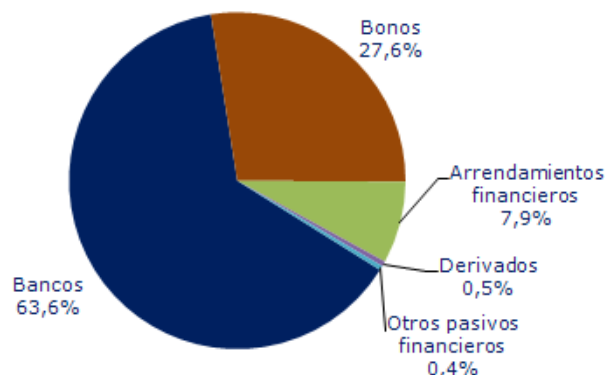
Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La deuda financiera de **SMU** al 30 de septiembre de 2011 alcanzaba a un total de \$ 634.088 millones, compuesta en su mayor parte por endeudamiento bancario y bonos corporativos, y en menor medida por arrendamientos financieros⁶. Del total, 25,6% se encontraba en la porción corriente y el resto a más de un año plazo.

⁵Para efectos de comparación, las cifras han sido corregidas a pesos de septiembre de 2011.

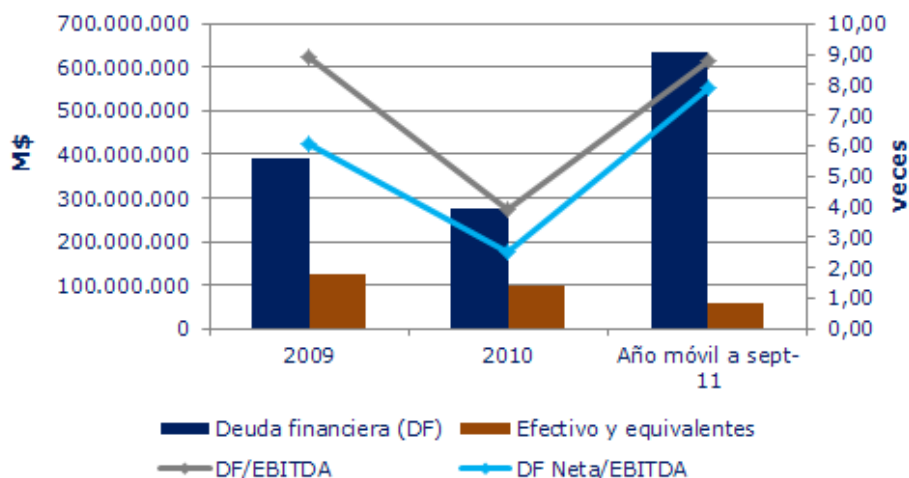
⁶No se incluyen las "Obligaciones por arrendamientos que califican como financieros", ya que éstos corresponden a arriendos que bajo IFRS deben ser clasificados como financieros por cumplir ciertos requisitos (por ejemplo el plazo del contrato de arriendo), pese a que son operativos.

**Composición de la deuda financiera de SMU
al 30-09-2011
Total: M\$ 634.088.145**



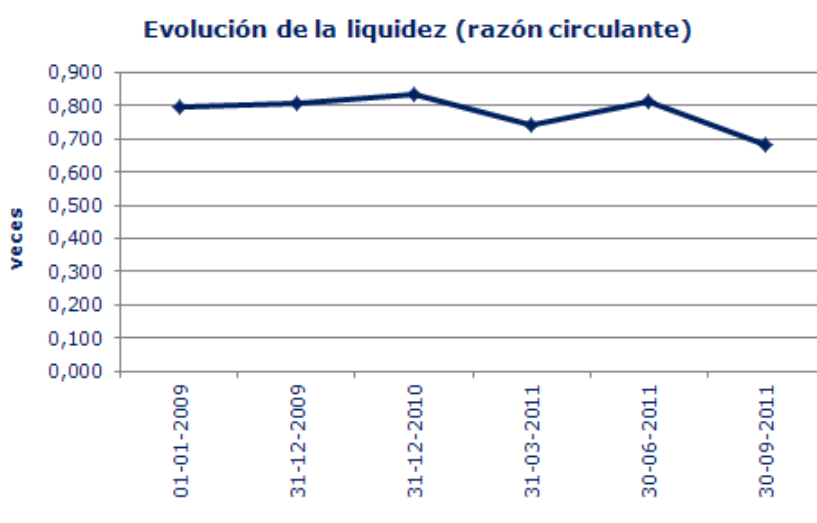
El endeudamiento relativo de la empresa se había ubicado en torno a las 3,9 veces hacia fines de diciembre de 2010, cayendo a consecuencia tanto del aumento de la generación de caja como de la disminución de la deuda financiera bruta, en parte por los aumentos de capital realizados por la compañía que han permitido prepagar deuda. Al cierre del tercer trimestre de 2011 se produjo un incremento del endeudamiento financiero relativo, lo que se debió a la consolidación de la deuda de SdS, no así de los flujos generados por esta compañía, lo que permitiría disminuirlo incluso si se toma en cuenta el castigo que el EBITDA de SdS tuvo por los problemas en la implementación de su plan de inversión. La misma situación sucede con las adquisiciones de Construmart y ALVI, que no han completado un año completo generando flujos para **SMU**. Asimismo, debe considerarse que luego del cierre de los últimos estados financieros los controladores de la empresa hicieron un aumento de capital por \$ 73.500 millones (11,6% del endeudamiento financiero al cierre del tercer trimestre), destinado al prepagado de deuda financiera.

Evolución endeudamiento financiero



Respecto del perfil anual de pagos de la deuda financiera, al 30 de septiembre la empresa tiene vencimientos bancarios corrientes \$ 148.872 millones, los que con probabilidad serán refinanciados en una buena parte, recordando además que el aumento de capital por \$ 73.500 millones realizado con posterioridad al 30 de septiembre fue usado para el prepago de deuda financiera. El EBITDA al 30 de septiembre de 2011 (año móvil) de **SMU** fue \$ 72.430 millones, mientras que el de SdS al 30 de junio (año móvil) alcanzó a \$16.608 millones, lo que indica un EBITDA cercano a \$ 90.000 millones en el último año. En general la empresa tiene un perfil de deuda adecuado incluso a su generación actual de caja, sin contar el crecimiento futuro que pueda tener la empresa producto de la ganancia de eficiencia en las nuevas cadenas adquiridas, en particular con la incorporación de las tiendas de SdS, además de incorporarse los flujos de un año completo de Alvi y Construmart.

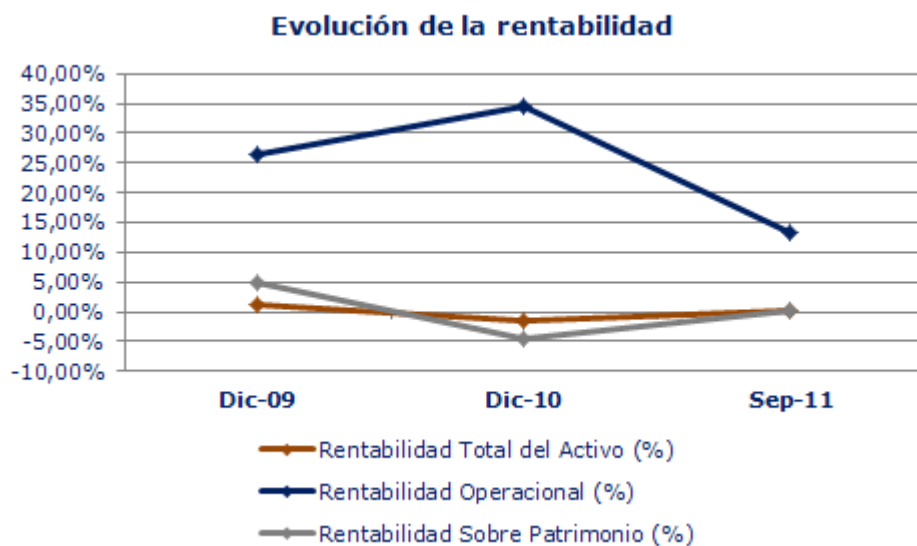
En términos de liquidez, la empresa se ha mantenido con una razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) menor a una vez. Las principales cuentas de activos corrientes son "Efectivo y equivalentes", "Deudores Comerciales" e "Inventarios", mientras que en los pasivos corrientes son "Otros pasivos financieros corrientes" y "Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar".



Evolución de la rentabilidad⁷

La rentabilidad Total del activo y sobre patrimonio han tenido un comportamiento oscilante en el período en que existe información pública para la compañía, lo que se debe a que en períodos el resultado final del ejercicio ha sido una ganancia y en otros una pérdida. Por el contrario, la rentabilidad operacional ha exhibido valores que pueden ser considerados como altos. La baja en este último indicador a septiembre de 2011 se debe a la incorporación del patrimonio de SdS, no así de sus flujos durante el último año móvil.

⁷ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos);
 Rentabilidad operacional = Resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio);
 Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.



Bonos

Líneas y series de bonos inscritos

Línea de bonos N° 649

- Monto línea: U.F.5.500.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 20 de diciembre de 2010

Primera Emisión

Serie A

- o Fecha colocación: enero 2011
- o Monto colocado: U.F. 2.000.000
- o Plazo: 4,8 años
- o Tasa de emisión: 4,1%

Series B y C: inscritas y no colocadas

Segunda Emisión

Serie E: inscrita y no colocada

Línea de bonos N° 650

- Monto línea: U.F.5.500.000
- Plazo de la línea: 30 años
- Fecha de inscripción: 20 de diciembre de 2010

Primera Emisión

Serie D

- o Fecha colocación: enero 2011
- o Monto colocado: U.F. 1.000.000
- o Plazo: 17 años
- o Tasa de emisión: 4,7%

Segunda Emisión

Serie F: inscrita y no colocada

Línea de bonos N° 667

- Monto línea: U.F.7.000.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 26 de mayo de 2011

Primera Emisión

Serie A

- o Fecha colocación: junio 2011
- o Monto colocado: U.F. 2.000.000
- o Plazo: 5 años
- o Tasa de emisión: 3,4%

Línea de bonos N° 668

- Monto línea: U.F.7.000.000
- Plazo de la línea: 30 años
- Fecha de inscripción: 26 de mayo de 2011

Primera Emisión

Serie B

- o Fecha colocación: junio 2011
- o Monto colocado: U.F. 3.000.000
- o Plazo: 21 años
- o Tasa de emisión: 3,8%

Resguardos financieros de los bonos

De acuerdo a las modificaciones aprobadas en junta de tenedores de bonos del 4 de noviembre último, los actuales resguardos financieros de todas las líneas de bonos de **SMU** son los siguientes:

Covenants financieros		
Definición	Resguardo y fecha de vigencia	Valor medido
Deuda financiera neta sobre Patrimonio total	-Desde el 31 de marzo de 2011: menor a 1,5 veces. -Desde el 1 de enero de 2012: menor a 1,3 veces.	1,15 veces al 30 de Septiembre 2011
Cobertura de Gasto Financiero Neto	-Desde el 31 de diciembre de 2011 y hasta el 31 de diciembre de 2012: mayor o igual a 1,25 veces. - Desde el 1 de enero de 2013 y hasta el 30 de junio de 2013: mayor o igual a 1,5 veces. - Desde el 1 de julio de 2013 y hasta el 31 de diciembre de 2013: mayor o igual a 2,0 veces. - Desde el 1 de enero de 2014 en adelante: mayor o igual a 2,5 veces.	No aplica aún.
Porcentaje mínimo de Ingresos provenientes de las áreas de negocios de supermercados, materiales de construcción, mejoramiento del hogar, retail, venta al por mayor y al detalle, y evaluación, otorgamiento y administración de créditos	70%, durante la vigencia de los bonos.	100%

Respecto de la “Cobertura de Gasto Financiero Neto”, el contrato de modificación de la línea de bonos establece algunas condiciones que implican que si la cobertura es mejor que la indicada por el resguardo, éste debe modificarse de la siguiente manera:

“si en los Estados Financieros correspondientes al período comprendido entre el treinta y uno de marzo de dos mil doce y el treinta y uno de diciembre de dos mil doce el Nivel de Cobertura incurrido por el Emisor fuese mayor o igual a uno coma setenta y cinco y menor a dos coma cinco veces, a partir de la fecha del Estado Financiero en que conste dicha medición y hasta el treinta de Junio de dos mil trece el Nivel de Cobertura será mayor o igual a uno coma cinco veces; ii) si en los Estados Financieros correspondientes al período comprendido entre el treinta y uno de marzo de dos mil doce y el treinta de junio de dos mil trece el Nivel de Cobertura incurrido por el Emisor fuese mayor o igual a dos coma cinco veces y menor a tres veces, a partir de la fecha del Estado Financiero en que conste dicha medición y hasta el treinta y uno de diciembre de dos mil trece el Nivel de Cobertura será mayor o igual a dos veces; y iii) si en los Estados Financieros correspondientes

al período comprendido entre el treinta y uno de marzo de dos mil doce y el treinta y uno de diciembre de dos mil trece el Nivel de Cobertura incurrido por el Emisor fuese mayor o igual a tres veces, a partir del Estado Financiero en que conste dicha medición el Nivel de Cobertura será mayor o igual a dos coma cinco veces. Si el Nivel de Cobertura se modificare de acuerdo a lo señalado en los números i), ii), y iii) precedentes se entenderá que esa modificación es definitiva y éste no podrá ser disminuido posteriormente a causa por futuras mediciones”

Definiciones utilizadas, a partir de las cuentas de los estados Financieros:

- i) Deuda financiera neta: “Otros pasivos financieros, Corrientes” + “Otros pasivos financieros, No Corrientes” - “Efectivo y equivalentes al efectivo”.
- ii) EBITDA: “Ingresos de Actividades Ordinarias” + “Costo de Ventas” + “Gastos de Distribución” + “Gastos de Administración” – “Depreciación y Amortización”.
- iii) Gastos Financieros Netos: Se entenderá por Gastos Financieros Netos la diferencia en valor absoluto entre la cuenta “Costos Financieros” y la cuenta “Ingresos Financieros” del Estado de Resultados por Función Consolidado del Emisor.

“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”.