



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

SMU S.A.

Octubre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	B En Observación
EEFF base	30 de junio de 2013

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

Estado de Resultados Consolidado Resumido, IFRS						
MM\$ de junio de 2013 ²	2009	2010	2011	2012	Ene-Jun 2012	Ene-Jun 2013
Ingresos Ordinarios	965.012	1.156.653	1.837.037	2.121.211	1.041.786	1.040.832
Costo de Ventas	-721.537	-845.354	-1.422.671	-1.619.571	-795.043	-798.706
Total Gastos de Administración y Distribución	-217.400	-278.136	-422.043	-472.290	-242.273	-283.274
Resultado Operacional	26.075	33.162	-7.677	29.349	4.470	-41.147
Gastos Financieros	-23.393	-32.281	-50.805	-62.213	-24.960	-39.386
Ganancia (Pérdida)	5.426	-8.815	-76.766	-43.677	-28.368	-286.087
EBITDA	47.950	72.781	62.675	102.516	30.876	-9.340

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**.

² Los valores que se presentan a continuación han sido deflactados para ser expresados en pesos de junio de 2013.

Estado de Situación Financiera Resumido, IFRS					
MM\$ de junio de 2013	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013
Activos Corrientes	246.401	327.809	382.756	472.850	360.895
Activos No Corrientes	709.615	856.318	1.780.130	1.769.666	1.566.845
Total de Activos	956.016	1.184.127	2.162.886	2.242.515	1.927.740
Pasivos Corrientes	305.607	393.550	557.748	679.806	509.079
Pasivos No Corrientes	432.193	409.710	833.968	792.515	913.029
Total de Pasivo	737.800	803.260	1.391.716	1.472.321	1.422.109
Patrimonio Total	218.216	380.866	771.170	770.194	505.631
Total de Pasivos y Patrimonio	956.016	1.184.127	2.162.886	2.242.515	1.927.740
Deuda Financiera	520.085	466.985	941.610	859.454	972.525

Opinión

Fundamento de la clasificación

SMU S.A. (SMU) es una sociedad dedicada a la venta minorista y mayorista en Chile y Perú. En Chile opera 612 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". En Perú opera 20 locales bajo la marca "Mayorsa". En septiembre de 2011 la empresa se fusionó con la cadena Supermercados del Sur S.A. (SdS), que operaba supermercados minoristas y mayoristas.

Durante el primer semestre de 2013, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 2.052 millones³, un EBITDA de US\$ -18 millones. A esa fecha la deuda financiera según balance de **SMU** ascendía a US\$ 1.918 millones; no obstante, el 29,2% de ellos, US\$ 560 millones, corresponden a obligaciones por arrendamiento, por lo cual US\$ 1.357 millones responden a deuda bancarias, bonos, leasing, derivados y otros pasivos financieros.

El principal elemento que da sustento a la clasificación de **SMU** en "Categoría B" es la constatación de las dificultades que ha encontrado la administración para armonizar las operaciones de las distintas cadenas adquiridas por esta compañía, lo cual ha impedido alcanzar las sinergias y economías de escala esperadas, conllevando a una presión a sus flujos de caja, al incumplimiento de los *covenants* asumidos con sus acreedores y a la necesidad de realizar una fuerte inyección de recursos vía aumento de capital, hechos que han reducido sustancialmente la flexibilidad financiera del emisor y han afectado negativamente su imagen corporativa (esto último agravado por errores detectados en sus estados financieros y por la demora en la entrega de la versión corregida). Asimismo, la categoría de riesgo asignada reconoce que los ajustes a su

³ Tipo de cambio al 30 de junio de 2013: \$ 507,16 /US\$.

modelo de negocios deben ser implementados en el corto plazo de manera tal que, junto con lograr una adecuada y estable rentabilidad en el tiempo, genere confianza entre sus acreedores y proveedores.

En el caso de valores de oferta pública emitidos, en junta de tenedores de bonos se acordó suspender (*waiver*), hasta los estados financieros al 31 de diciembre de 2016, la exigibilidad del cumplimiento de los indicadores “Nivel de Endeudamiento Neto” y de “Nivel de Cobertura de Gastos Financieros”. Respecto a las obligaciones con bancos, en la actualidad éstos han otorgado prórrogas hasta el 30 de diciembre de 2013, respecto de la obligación de la mantención de clasificación de riesgo local para instrumentos de deuda de largo plazo mayor o igual a “BBB-”.

La necesidad de reducir los niveles de apalancamiento ha llevado a los controladores a proponer y aprobar un aumento de capital y la anunciada enajenación de diversos segmentos de negocios, tales como aquel destinado a “materiales de construcción” y cadenas de supermercados mayoristas (Chile) y minoristas (Chile y Perú). Según la junta de accionistas del 2 de octubre, se dejó sin efecto el acuerdo de la apertura en bolsa de la sociedad y se acordó, entre otros aspectos, un aumento de capital por aproximadamente US\$ 300 millones que serían enterados a más tardar el 31 de diciembre del año en curso y otro por cerca de US\$ 200 millones en un plazo no superior a tres años. En relación con la venta de activos, a la fecha ya se ha enajenado “Dipac” por un precio base aproximado de US\$ 3 millones y se está desarrollando el proceso de venta de “Construmart”.

La clasificación de riesgo asume que el aumento de capital se materializará dentro del plazo señalado y la venta de activos prescindibles se efectuará en un período de tiempo razonable, descomprimiendo las necesidades de caja de la compañía y generando las condiciones suficientes para que la administración pueda avocarse más intensamente, de acuerdo a información proporcionada por el emisor, a implementar el ajuste en su plan de negocio que pueda desarrollar las potencialidades de sus unidades de negocios. Con todo, esta clasificadora monitoreará permanentemente el cumplimiento de las metas señaladas por la administración y su efecto en la esperada mayor rentabilidad operativa de la compañía.

Por otro lado, la clasificación reconoce la fortaleza de la marca y la amplia cobertura geográfica de los locales de venta, que permiten que el emisor exhiba una participación de mercado que alcanza cerca de un 25%. 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.

El elevado número de locales que opera **SMU** le permiten disminuir su dependencia a un número particular de puntos de ventas, además de posibilitar 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, disminuye su dependencia a la actividad económica de una región en particular.

En opinión de **Humphreys**, las características positivas descritas otorgan al emisor una adecuada fortaleza estructural que sustentan la viabilidad del negocio en el largo plazo, previa solución de los problemas que la

compañía enfrenta en el corto plazo y a la formulación de un modelo de negocios y de gestión que sea concordante con las fortalezas y debilidades que presenta **SMU**.

La tendencia de la clasificación de **SMU** se califica "*En Observación*", por cuanto se debe seguir monitoreando la capacidad de la administración en implementar el ajuste en el modelo de negocio, en un entorno de estrés financiero y de armonizar la operación de las diversas cadenas integradas, materializando las sinergias esperadas.

Hechos recientes

Resultados enero-diciembre 2012

En el período de doce meses terminado en diciembre de 2012, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 2.121.211 millones, aumentando 15,5% respecto de 2011, asociado principalmente a la consolidación de las operaciones no presentes en igual período del año anterior.

El costo de ventas del período, en tanto, creció 13,8% hasta \$ 1.619.571 millones. La menor expansión de los costos respecto de los ingresos implicó un incremento del margen bruto como proporción de los ingresos desde 22,6% a 23,6%, que se explica, de acuerdo a la emisora, por la optimización de políticas comerciales en el negocio de los supermercados.

Los gastos de administración y de distribución crecieron 11,9%, llegando a \$ 472.290 millones, lo que permitió que el resultado operacional pasara de una pérdida de \$7.677 millones en 2011 a un resultado positivo de \$29.350 millones en 2012. El EBITDA, por su parte, exhibió un crecimiento de 63,6%, totalizando \$ 102.516 millones.

Finalmente, a diciembre 2012, **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 43.677 millones, lo que representa una reducción de 43,1% respecto de las pérdidas de 2011, lo cual es consecuencia, según la emisora, de una mejora en la performance operacional de la compañía.

Resultados enero-junio 2013

En los primeros seis meses de 2013, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.040.832 millones, experimentando así una caída real de 0,1% respecto de igual período de 2012, disminución que se explica por la contracción en los volúmenes de ventas de los segmentos mayorista y materiales de construcción por cuanto en dicho período se observó un crecimiento en las ventas del segmento minorista.

El costo de ventas del período creció 0,5%, hasta \$ 798.706 millones. Su tasa de expansión positiva, en conjunto con una contracción de los ingresos, significa, una caída en el margen bruto.

Los gastos de administración y de distribución crecieron 16,9%, totalizando \$ 283.274 millones, debido, parcialmente, al reconocimiento de errores contables informados por la compañía. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional pasó de una ganancia de \$4.470 millones en el primer semestre de 2012 a una pérdida de \$41.147 millones en el primer semestre de 2013. Del mismo modo, el EBITDA pasa de

\$ 30.876 millones en el primer semestre de 2012 a un resultado negativo por \$ 9.340 millones en el primer semestre de 2013.

Finalmente, durante el primer semestre de 2013, **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 286.087 millones, lo que representa un incremento de 909% respecto a las pérdidas de \$ 28.368 millones registradas en igual período de 2012, influidas, además del negativo resultado operacional, por el resultado de la aplicación del test de deterioro realizado sobre la plusvalía y otros activos intangibles, que representó una pérdida por \$ 214.883 millones.

Eventos recientes

Durante diciembre de 2012 se efectuó un aumento de capital por \$50.000 millones, mientras que marzo de 2013 se enteró un aumento de capital por \$23.955 millones. En octubre de 2013 se aprobaron, en primer término, un aumento de capital por \$150.594 millones el que, de acuerdo con los compromisos asumidos, será suscrito por el controlador a más tardar el 31 de diciembre de 2013, y por otro lado, un segundo aumento de capital por \$100.200 millones, el que deberá ser suscrito y pagado en un plazo de tres años.

Por otro lado, en febrero de 2013 la compañía realizó su primera emisión de bonos en mercados internacionales, por un monto de US\$ 300 millones.

Adicionalmente, en julio de 2013 la compañía informó de la existencia de diferencia en la valorización y registro de determinados contratos de arrendamientos de inmuebles, lo que significó un incremento de los activos totales de 2,9%, en tanto que el total de pasivos se incrementa en 4,92%, y una disminución del patrimonio que asciende a \$ 9.861 millones, que corresponde a un 1,3% del patrimonio total.

Asimismo, en septiembre de 2013 se informó de la necesidad de realizar un ajuste por mayores gastos de administración y ventas, por \$ 5.505 millones, debido a que en los estados financieros de marzo de 2013 no se contabilizó una mayor provisión de gastos por bonos al personal, así como la necesidad de reconocer algunos gastos que se estaban difiriendo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Amplia red de locales en todo el país
- Marca consolidada en el mercado de supermercados

Fortalezas complementarias

- Orientación al segmento de alimentos (menor volatilidad con ciclos económicos)
- Atomización de las ventas

Fortalezas de apoyo

- Por sus niveles de compra, la emisora es un cliente relevante para sus proveedores

Riesgos considerados

- Necesidad de reformular el modelo de negocio (riesgo agravado por la situación actual de la compañía)
- Estrechez financiera (riesgo que debiera disminuir con el aumento de capital y enajenación de activos)
- Fuerte competencia al interior de la industria (riesgo acentuado para el emisor por su situación actual)
- Reducción de inversión (si bien reduce necesidades de capital, dificulta más el acceso a economías de escala)

Definición de categoría de riesgo

Categoría B

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

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, que en total representan alrededor del 88% de los ingresos, es centrarse en la comercialización 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 (siempre bajo el supuesto de una estrategia acertada en el ámbito comercial y un adecuado manejo por parte de la administración, entre otras).

Cobertura nacional en supermercados: La empresa tiene 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 334 y 132 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.

Segmento mayorista y tiendas de conveniencia: Con 132 puntos de venta a través de "Mayorista 10", "Alvi" y "Dipac", 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 1,6% de las ventas del grupo, este formato de tiendas permite complementar al de supermercados, en particular en locaciones y horarios no servidos por éstos. Con todo, esta situación debiera cambiar en el futuro producto de plan de enajenación de activos que ha acordado la compañía.

Factores de riesgo

Alto nivel de competencia: La fuerte competencia que presenta el segmento de supermercados, con otros dos agentes de elevado tamaño (Walmart Chile y Cencosud) tornan a sus participantes altamente vulnerables 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.

Dificultad para incrementar márgenes: La incorporación de cadenas que presentaban distintos tamaños y niveles de eficiencia representaba para la administración el desafío de armonizar las operaciones de las mismas y aprovechar las potenciales economías de escala. No obstante, en los hechos, no se ha registrado el incremento de los márgenes requerido para alcanzar un *ratio* de flujo respecto a endeudamiento acorde con una clasificación de riesgo compatible con grado de inversión o, en su defecto, mostrar una tendencia que permita presumir que pudiera ser alcanzada en el futuro. En opinión de la clasificadora, la realidad demostró que el modelo de negocio aplicado por la administración no resultó ser acertado y, por ende, requiere de una reformulación del mismo.

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. No obstante, se reconoce que los nuevos planes estratégicos de la emisora contemplan un menor número de aperturas, lo que desahoga las necesidades de caja, pero por otro lado, dificulta alcanzar las economías de escala requeridas.

Volatilidad del segmento construcción: Si bien el foco de la empresa se ubica en el rubro supermercados, durante el primer semestre de 2013, las ventas de Construmart representaron más de un 12% de los ingresos de **SMU** en el período, 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. Con todo, esta situación debiera cambiar en el futuro producto de plan de enajenación de activos que ha acordado la compañía.

Dificultades en la implementación del modelo de negocios: Los continuos ajustes en los estados financieros, así como la dificultad de disponer de un *mix* adecuado de productos en sala, y la dificultad de incrementar los márgenes a los niveles esperados, establecen una presión sobre la administración la cual estará enfocada, más de lo previsto, a aspectos netamente coyunturales que, por su particular gravedad, reducirá sustancialmente su disponibilidad para la ejecución del plan de negocio diseñado para corregir los errores pasados.

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, tales como la cadena de tiendas de conveniencia "OK Market" en 2010 y Alvi (que incluía las marcas Alvi y Dipac en Chile y Mayorsa en Perú) y Construmart en 2011.

Un punto relevante del crecimiento de la emisora lo constituye la fusión, en septiembre de 2011, de **SMU** y Supermercados del Sur. Esta última 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 junio de 2013 es la que se muestra a continuación:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones SMU Matriz Ltda.	31,62%
Gestora Omega Ltda.	12,00%
NS SPA	10,14%
SYR Inversiones Ltda.	9,74%
FIP Epsilon	6,96%
FIP Sinergia	5,96%
FIP Gamma	5,79%
Brator Uno FIP	4,92%
Agrícola Corniglia Ltda.	2,60%
FIP Alpha	2,16%
Inversiones Rendic S.A.	2,11%
FIP Alpha II	1,98%
Resto	4,02%
TOTAL	100%

En el sector financiero, el grupo Saieh es controlador 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 y Melipilla), y recientemente adquirió las operaciones del Banco Santander en Colombia. Sin embargo, en los últimos meses se ha desprendido de la propiedad del *mal* de Rancagua y se encuentra en proceso de *due diligence* para la enajenación de las compañías de seguros CorpSeguros y CorpVida.

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

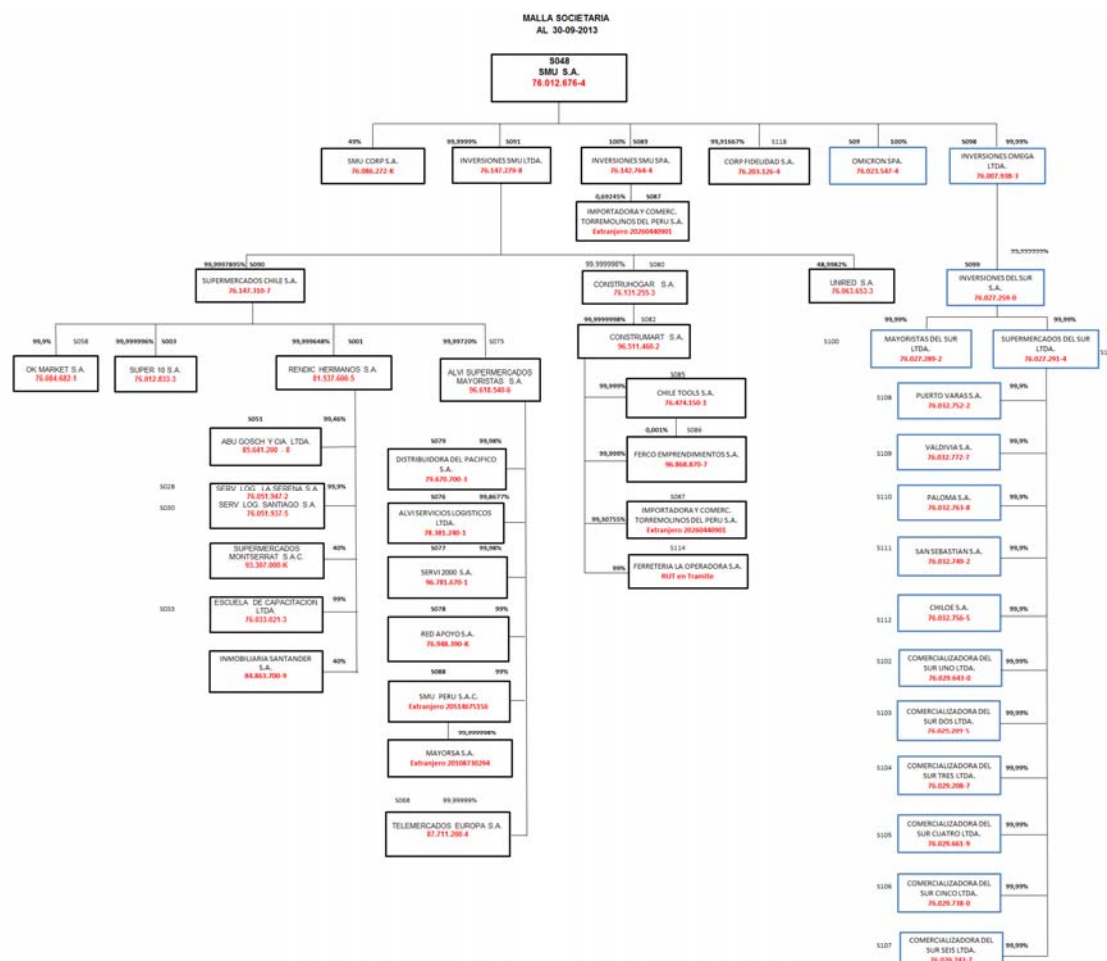
Nombre	
Nombre	Cargo
María Pilar Dañobeitia	Presidente del Directorio
Fernando Alvear Artaza	Director
Rodrigo Errázuriz Ruiz-Tagle	Director
Alejandro Álvarez Aravena	Director
Claudio Hohmann Barrientos	Director
Juan Echeverría González	Director
Juan Rendic Lazo	Director
Gonzalo Dulanto Letelier	Director
Alvaro Barriga Oliva	Director

La administración está constituida por los gerentes detallados a continuación:

Nombre	Cargo
Marcelo Galvez Saldías	Gerente General
Fabiola Gonzalez Leal	Contralor Interino
Felipe Benavides	Fiscal
Andrés Fernández Donoso	Gerente Supermercados Chile
Marcelo Fuentes Guclielmetti	Gerente Logística
Guillermo Elgueta Sanchez	Gerente de Construmart

Estructura de la compañía y segmentos de negocio

La estructura societaria al 30 de septiembre de 2013 es la siguiente:



SMU Corp S.A. en 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, este último en proceso de venta. 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” (334 locales), orientándose la empresa a supermercados de tamaño mediano, que fluctúan entre los 1.200 y 2.500m² en promedio, y cuyo foco es la venta de alimentos y productos básicos para el hogar, en particular con el concepto de “*food market*”. Se estima que **SMU** alcanza una participación cercana al 24,5%, 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 (36,3% 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 precios más bajos, aunque de mayor tamaño); Cencosud (27,2% del mercado), con las marcas “Santa Isabel” (supermercados) y “Jumbo” (hipermercados); y Falabella (6,1% del mercado), mediante los nombre “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, artículos cuyas ventas tienden a ser más volátiles con los ciclos económicos.

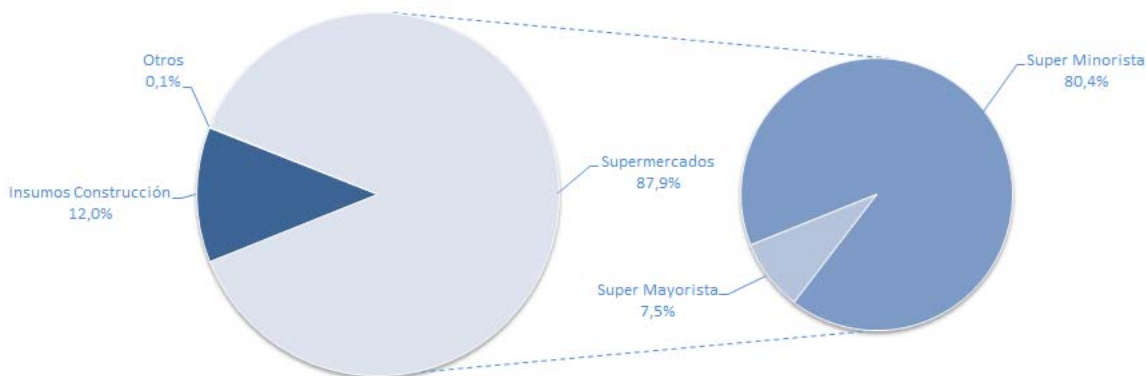
Mayorista: Inicialmente la marca de ventas al por mayor de **SMU** en Chile era “Mayorista 10” (actualmente 132 tiendas), aunque con la adquisición de Alvi se incorporaron los registros “Alvi”, “Comer” y “Dipac”, mientras que la fusión con SdS aportó “MaxiAhorro” (nueve locales). En Perú, la marca con 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 del segmento mayorista, no obstante, considerando que se trata de locales posicionados como de bajo precio y de autoservicios, parte de su competencia también incluye a minoristas como “Ekono” y Super Bodega ACuenta”, también enfocados al segmento que busca precios bajos. Sin perjuicio de lo anterior, cabe precisar que la marca “Dipac” está netamente enfocada 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. Este tipo de establecimientos, que alcanzan a 107 locales, 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 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 39 locales. Además cuenta con 65 locales asociados a través de la marca “Ferroexperto”. En Chile este mercado es liderado por Falabella, con 81 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 30 locales y un enfoque en mejoramiento del hogar; por las asociaciones de ferreterías Chilemat (124 puntos de venta) y MTS (alrededor de 107 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 4,0% para este segmento. Como ya se mencionó, esta unidad de negocio está en proceso de ventas, ello dentro de plan de reestructuración financiera y de negocio que la sociedad está llevando a cabo.

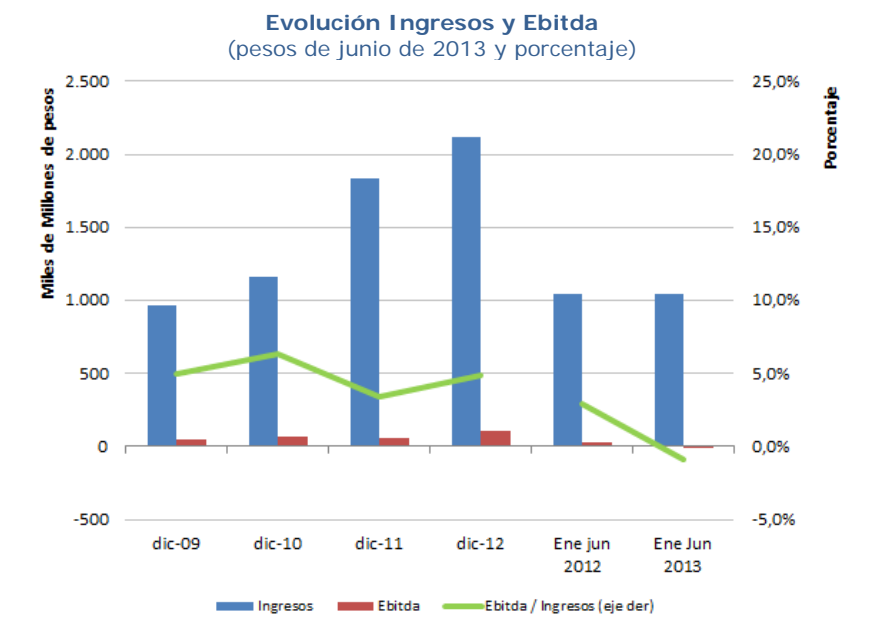
Durante el primer semestre de 2013, el desglose de los ingresos de **SMU** por segmento de negocios fue el siguiente:



Análisis financiero⁴

Evolución ingresos por ventas y EBITDA

Para el período 2009-2012 los ingresos y la generación de caja de la empresa exhibieron un crecimiento elevado (básicamente inorgánico), aumentando en 120% el primero y 114% el EBITDA. No obstante, durante todo dicho período, el margen EBITDA se mantuvo en valores cercanos al 5%, como muestra el siguiente gráfico.



Sin embargo, al considerar el primer semestre del presente año, se observa que mientras los ingresos se reducen en 0,1% respecto a igual período del año pasado, el EBITDA muestra una contracción de más de 130%, debido al fuerte incremento registrado por los gastos de administración.

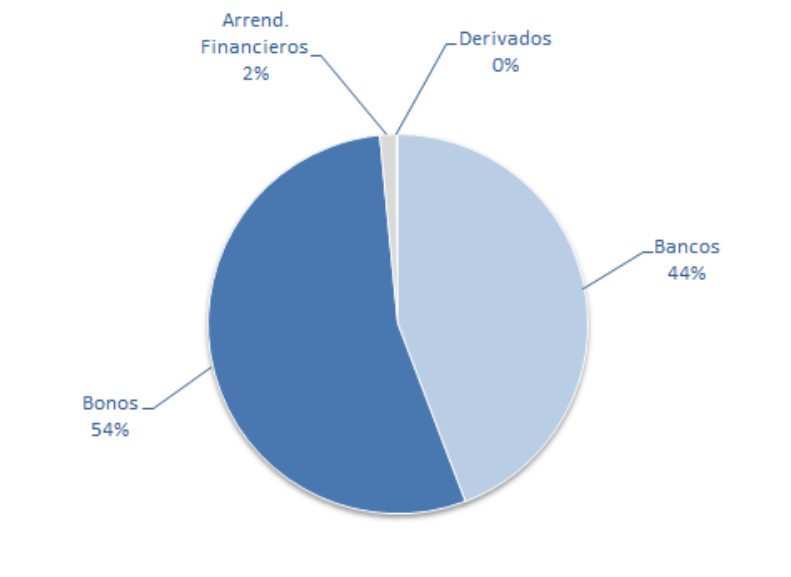
Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La deuda financiera de **SMU** al 30 de junio de 2013 alcanzaba a un total de \$ 698.117 millones, compuesta en su mayor parte por endeudamiento bancario y bonos corporativos, y en menor medida por arrendamientos financieros⁵. Del total, un 13,5% se encontraba en la porción corriente y el resto a más de un año plazo.

⁴ Los datos a junio consideran el año móvil Julio 2012-Junio 2013, y han sido deflactados por la variación del IPC.

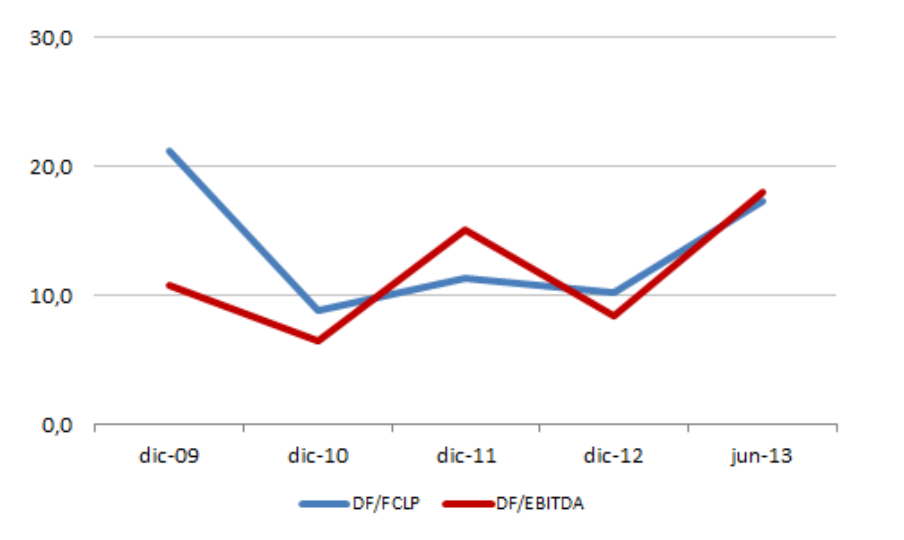
⁵ No se incluyen las "Obligaciones por arrendamientos que califican como financieros", ya que éstos corresponden a arriendos que bajo IFRS deben ser clasificados como financieros por cumplir ciertos requisitos (por ejemplo el plazo del contrato de arriendo), pese a que son operativos.

Estructura Deuda Financiera SMU
(a junio de 2013)



El endeudamiento relativo de la empresa, medido como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/FCLP⁶ luego de mantenerse, éste último, en torno a valores cercanos a 10 veces entre diciembre de 2010 y diciembre de 2012, se ha incrementado a niveles superiores a 17 a junio de 2013, como se aprecia en el siguiente gráfico.

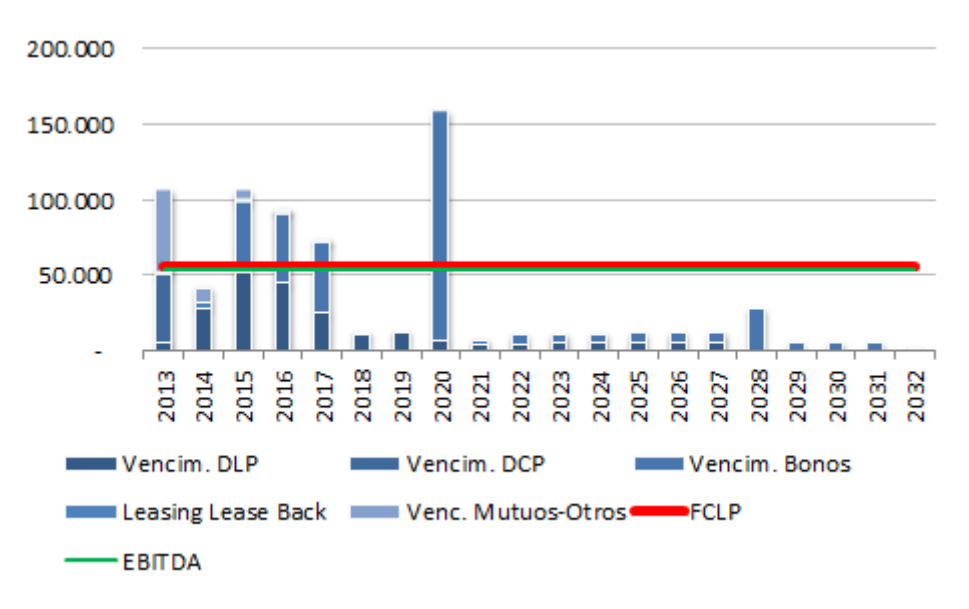
SMU
Indicadores Endeudamiento Relativo



⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

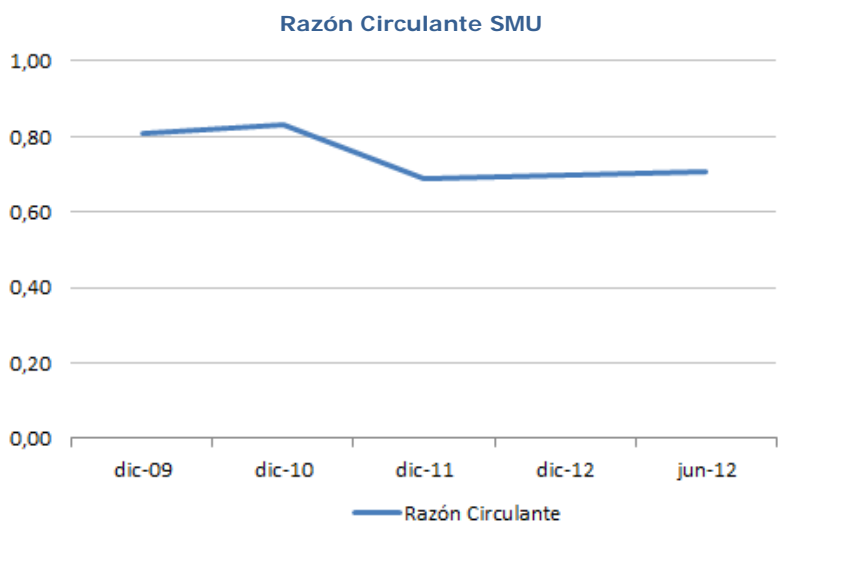
La empresa presenta descalce de flujos en algunos períodos, con vencimientos superiores a su generación de caja (medidos como EBITDA o Flujo de Caja de Largo Plazo⁷). No obstante, se espera que el aumento de capital anunciado, sumado a la situación excedentaria en algunos ejercicios anuales, facilitarán el refinanciamiento parcial o total de los vencimientos.

Calendario Vencimientos SMU



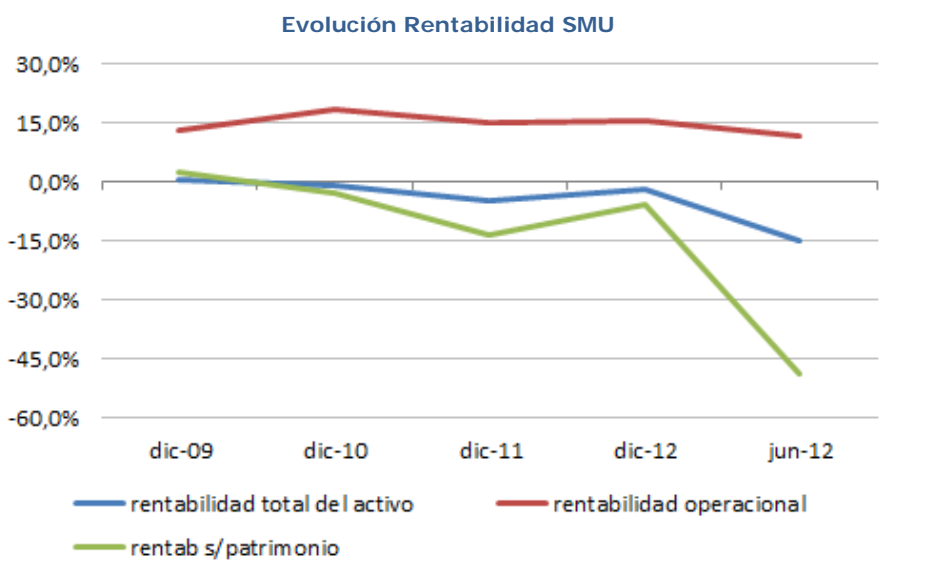
En términos de liquidez, la empresa se ha mantenido con una razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) menor a una vez, estabilizándose en valores cercanos a 0,7 veces. Las principales cuentas de activos corrientes son “Efectivo y equivalentes”, “Deudores Comerciales” e “Inventarios”, mientras que en los pasivos corrientes son “Otros pasivos financieros corrientes” y “Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar”.

⁷ El Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.



Evolución de la rentabilidad⁸

Luego de presentar una tendencia a la baja hasta 2011, los indicadores de rentabilidad exhibieron una leve recuperación a diciembre de 2012. No obstante, hacia el año móvil terminado en junio de 2012, los indicadores presentan una fuerte caída, debido, por una parte, a las dificultades de obtener las sinergias esperadas resultantes de la fusión de las distintas cadenas, así como los efectos por una vez del reconocimiento de errores en los estados financieros y los test de deterioro de los activos.



⁸ 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%

Serie C

- o Fecha colocación: abril 2012
- o Monto colocado: U.F. 2.000.000
- o Plazo: 5 años
- o Tasa de emisión: 5,2%

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 últimas modificaciones aprobadas en junta de tenedores de bonos, 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.	1,83 veces al 30 de junio de 2013
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.	0,62 veces al 30 de junio de 2013
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.	99%

Al 30 de junio de 2013, **SMU** incumplía dos restricciones con medición trimestral, sin embargo se han obtenido los *waiver* respectivos, los cuales contemplan: (i) se suspende temporalmente la exigibilidad del cumplimiento del *covenant* de Nivel de Endeudamiento Financiero Neto, obligándose de esta manera la compañía a mantener, a contar de los estados financieros al 31 de diciembre de 2016, un Nivel de Endeudamiento Financiero Neto menor o igual a 1,3 veces, y (ii) se suspende temporalmente la exigibilidad del cumplimiento del *covenant* de Nivel de Cobertura de Gastos Financieros Netos, obligándose de esta manera la compañía a mantener, a contar de los estados financieros al 31 de diciembre de 2016, un Nivel de Cobertura de Gastos Financieros Netos mayor o igual a 2,5 veces.

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”.