



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Clasificación
y Tendencia**

A n a l i s t a
Elisa Villalobos H.
Tel. (56) 22433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

SMU S.A.

Octubre 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	B+¹ Estable²
EEFF base	30 de junio de 2016

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de Bonos a 10 años	Nº 649 de 20.12.2010
Línea de Bonos a 30 años Serie D (BSDSU-D)	Nº 650 de 20.12.2010 Primera Emisión
Línea de Bonos a 10 años Serie C (BCSMU-C)	Nº 667 de 26.05.2011 Segunda Emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie B (BCSMU-B)	Nº 668 de 26.05.2011 Primera Emisión

Estados de resultados por función consolidados IFRS							
MM\$ de cada período	2011	2012	2013	2014	2015	Ene-Jun 2015	Ene-Jun 2016
Ingresos de activ. ordinarias	1.768.862	1.855.301	1.909.417	2.201	2.330.601	1.131.686	1.189.411
Costo de ventas	-1.369.868	-1.391.925	-1.443.402	-1.663.028	-1.735.200	-843.644	-875.234
Ganancia bruta	398.994	463.375	466.014	506.037	595.401	288.042	314.177
Costos de distribución	-14.817	-19.776	-27.170	-21.829	-20.314	-9.764	-10.922
Gastos de administración	-391.661	-426.892	-523.254	-512.035	-520.224	-254.042	-269.119
Resultado operacional	-7.484	16.707	-84.410	-27.827	54.864	24.236	34.136
Gastos financieros	-48.939	-47.229	-75.887	-66.936	-71.232	-34.454	-35.827
Ganancia (pérdida)	-74.173	-42.122	-531.241	-100.277	-37.236	-22.024	10.334
EBITDA	61.217	68.653	-18.233	70.920	113.947	53.946	61.863

Estados de situación financiera clasificado consolidados IFRS						
MM\$ de cada período	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-06-2016
Activos corrientes	373.773	471.615	472.113	426.326	348.540	319.332
Activos no corrientes	1.738.353	1.762.065	1.330.116	1.440.580	1.455.675	1.444.821
Total activos	2.112.126	2.233.681	1.802.229	1.866.906	1.804.215	1.764.153
Pasivos corrientes	544.658	678.031	586.240	683.982	591.258	599.374
Pasivos no corrientes	814.395	790.446	805.228	807.351	873.986	816.535
Total de pasivo	1.359.054	1.468.478	1.391.468	1.491.333	1.465.244	1.415.909
Patrimonio total	753.072	765.203	410.761	375.573	338.971	348.244
Total patrimonio y pasivos	2.112.126	2.233.681	1.802.229	1.866.906	1.804.215	1.764.153
Deuda financiera	919.511	857.211	853.882	931.765	976.852	956.728

¹ Clasificación anterior: "Categoría B".

² Tendencia Anterior: "Favorable".

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 510 locales minoristas bajo las marcas "Unimarc" (supermercados minoristas), "OK Market" (tiendas de conveniencia) y "Telemercados" (*e-commerce*), mientras que en ventas al por mayor utiliza los nombres "Alvi" y "Mayorista 10". En Perú opera 24 locales bajo la marca "Mayorsa" y "Maxi Ahorro

Al 30 de junio de 2016 se presentan como operaciones continuadas aquellas del segmento insumos para la construcción ("Construmart"); previo a esa fecha esta inversión estaba incluida como activo prescindible, sin embargo dado que no se tiene certeza de que su enajenación ocurra en el corto plazo, los resultados de esta filial fueron incorporados en los resultados consolidados de la compañía. Sin perjuicio de lo anterior, SMU continúa realizando los esfuerzos necesarios para vender esta filial.

Durante el primer semestre de 2016, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 1.798 millones³ y un EBITDA de US\$ 93,5 millones. A esa fecha la deuda financiera según balance de **SMU** ascendía a US\$ 1.447 millones; no obstante, el 27,1% de ella correspondía a obligaciones por arrendamiento clasificadas como leasing financieros, por lo cual US\$ 1.055 millones responden a bonos, préstamos bancarios y otros pasivos financieros.

El cambio en la clasificación en los títulos de deuda de la compañía, a "Categoría B+" (anteriormente "Categoría B"), obedece a la mejora en la generación de flujos del emisor, tanto como en los niveles de EBITDA como en el flujo operacional de la compañía, producto del plan de mejora operacional impulsado por la administración.

Lo anterior, se tradujo en un mejoramiento del margen EBITDA de la empresa. A diciembre de 2013, la relación EBITDA sobre ingresos estaba en terreno negativo con un valor igual a 0,9%, producto de las dificultades que enfrentó la compañía para armonizar las operaciones de las distintas cadenas adquiridas en su momento; sin embargo, dado los esfuerzos comerciales realizados por la administración de la compañía, a partir de diciembre de 2014 el margen EBITDA de **SMU** ha experimentado un constante incremento, que a junio de 2016 cerró en 5,1%.

Las mejoras señaladas anteriormente, se fundamentan en una eficiencia en los costos y gastos de la compañía. En términos reales, entre diciembre de 2013 y los doce meses finalizados en junio de 2016, los costos de distribución disminuyeron a una tasa compuesta anual de 10,8%, mientras que los gastos de administración se redujeron en un 2,8% anual. Por su parte, el margen bruto de **SMU** se incrementó a una tasa compuesta anual igual a 6,2%, en el mismo periodo.

³ Tipo de cambio al 30 de junio de 2016: \$ 661,37/US\$.

Si bien el incremento en la clasificación refleja las mejoras que ha llevado a cabo la compañía, es necesario señalar que no son menores los esfuerzos que debe continuar realizando **SMU** de modo de poder continuar armonizando las operaciones de las distintas cadenas adquiridas y así potenciar las ventas y, por ende, sus márgenes monetarios, a niveles consistente con su niveles de endeudamiento. Por ello, los impulsos comerciales y operativos se acompañan, también, por esfuerzos dirigidos a la reducción de los niveles de endeudamiento, los que se espera se concrete, en parte, con el aumento de capital anunciado por la compañía. En los doce meses finalizados en junio de 2016, la relación deuda financiera sobre EBITDA es de 7,8 veces, mientras que la relación deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁴ es de 14,1 veces (este valor incorpora únicamente la rentabilidad anual de los activos de la compañía a contar de diciembre de 2014). La oferta pública de acciones, de concretarse en los términos señalados por la compañía, le permitirían disminuir la deuda financiera sobre EBITDA a 5,8 veces, mientras que la relación a FCLP a 9,4 veces (considerando únicamente la rentabilidad de activos desde diciembre de 2014).

La constatación de las dificultades que en el pasado encontró la compañía para acceder a las economías de escala que debieron entregar las distintas cadenas adquiridas, impidió alcanzar las sinergias inicialmente esperadas y conllevó a una presión a sus flujos de caja, al incumplimiento de los *covenants* asumidos con sus acreedores –a raíz del cambio en la política contable de reconocimiento de arriendos después de los errores identificados por la empresa auditora externa- y a la necesidad de realizar una fuerte inyección de recursos vía aumentos de capital, hechos que redujeron sustancialmente la flexibilidad financiera del emisor y afectaron negativamente su imagen corporativa. Dado este contexto, la categoría de riesgo asignada reconoce que los ajustes llevados a cabo, implementados en el marco del Plan Trianual 2014-2016 que la compañía se encuentra desarrollando, deben consolidarse de manera tal que, junto con lograr una adecuada y estable rentabilidad en el tiempo, genere confianza entre sus acreedores y proveedores. Con todo, se reconoce que las acciones tomadas por la administración han mostrado una evolución positiva en el desempeño de la compañía -permitiendo que la administración pueda avocarse más intensamente a potenciar sus unidades de negocios- lo cual está validando el cambio de clasificación referida en el párrafo anterior.

En relación con los valores de oferta pública emitidos, en junta de tenedores de bonos, llevada a cabo en octubre, se acordó cambios en los *covenants* de sus emisiones nacionales en específico de los indicadores “Nivel de Endeudamiento Neto” y de “Nivel de Cobertura de Gastos Financieros” (los que se detallan en el apartado “Eventos Recientes”). 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 21,7% a junio de 2016. Asimismo, se destaca que la estrategia de la empresa en este segmento ha sido enfocarse, principalmente, pero no en forma exclusiva, en la oferta de alimentos, y productos de gran consumo, como son, 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

⁴ 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.

durables (electrónica y muebles), más afectos a los ciclos económicos, sobre todo por estar más asociados al crédito. Adicionalmente, podría resultar positiva la estrategia multiformato que utiliza la compañía, al operar en los negocios de supermercados, mayorista, tiendas de conveniencia y ventas remotas.

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**.

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 decrecimiento en la ventas.
- Estrechez financiera.
- Fuerte competencia al interior de la industria (riesgo acentuado para el emisor por su situación actual).
- Baja capacidad financiera para invertir y crecer.

Hechos recientes

Resultados enero-diciembre 2015

En el período de doce meses terminado en diciembre de 2015, los ingresos ordinarios de **SMU** fueron de \$ 2.330.601 millones, aumentando 5,9% respecto de 2014. Las ventas de locales equivalentes (SSS) llegaron a 7,8% en el período enero-diciembre de 2015, por sobre lo registrado en 2014 (crecimiento de 5,7%) y 2013 (aumento de 2,3%), en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 8,3% respecto a los niveles registrados en 2014 (\$ 262.563), cerrando 2015 con un promedio de \$ 284.453.

El costo de ventas del período, en tanto, creció 4,3% hasta \$ 1.735.200 millones. La menor expansión de los costos respecto de los ingresos implicó un incremento del margen bruto como proporción de los ingresos desde 24,4% a 25,5%, a 2015.

Los gastos de administración y costos de distribución crecieron 1,3%, llegando a \$ 533.864 millones, lo que significó que el resultado operacional pasara de una pérdida de \$ 27.827 millones en 2014, a un resultado positivo de \$ 54.864 millones en 2015. El EBITDA, por su parte, se incrementó en un 66,7%, llegando a \$113.947 millones.

Finalmente, en 2015 **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 37.326 millones, lo que se compara positivamente con la pérdida de \$ 100.277 millones registrada en 2014.

Resultados enero-junio 2016

En los primeros seis meses de 2016, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.189.411 millones, experimentando un incremento de 5,1% respecto de igual período de 2015. Las ventas de locales equivalentes (SSS) llegaron a 4,7% en el período enero-junio de 2016, inferior a lo registrado el primer semestre de 2015 (crecimiento de 9,2%) y el primer semestre de 2014 (aumento de 5,4%), en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 4,5% respecto a los niveles registrados el primer semestre de 2015 (\$ 278.600), cerrando el primer semestre de 2016 con un promedio de \$ 291.200.

El costo de ventas del período creció 3,7%, hasta \$ 875.234 millones. De esta manera, el margen bruto se incrementó desde 25,5% exhibido en el mismo período del año anterior, a 26,4% durante el primer semestre del presente año.

Los gastos de administración y de distribución aumentaron en 6,2%, totalizando \$ 245.396 millones. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional de creció un 40,8% a \$34.136 millones en el primer semestre de 2016.

De este modo, el EBITDA se incrementó en un 60,7% a \$ 61.863 millones en la primera mitad de 2016.

Finalmente, durante los seis primeros meses de 2016, **SMU** revirtió una pérdida del ejercicio de \$ 22.024 millones, que exhibía a junio de 2015, a \$ 10.334 millones.

Eventos recientes

La compañía, en mayo de 2016, suscribió un pagaré con la Compañía Inmobiliaria y de Inversiones Saga SpA (sociedad relacionada con el controlador de **SMU**) por un monto igual a US\$ 53,6 millones con el fin de proveer, parcialmente, de los fondos necesarios para poder enfrentar los pagos de la amortización ordinaria de los bonos Serie A emitidos en 2011. El vencimiento de este pagaré será en una sola cuota en diciembre de 2018 y devengará una tasa de interés fija equivalente al 11,6% anual.

El directorio de la compañía, decidió, a inicios de septiembre de 2016, realizar el análisis para una posible oferta pública de acciones a realizarse en los próximos doce meses. De esta manera, se busca aumentar el capital de la compañía en \$230.000 millones.

Por otra parte, en junta de tenedores de bonos, realizada el siete de octubre de 2016, la compañía acordó cambios en los *covenant* de sus emisiones nacionales. Por un lado, para los tenedores de las Series B y D se acordó modificar el *covenant* relativo al nivel de endeudamiento, que deberá ser menor o igual a 1,3 veces y

que se comenzará a medir a contar del 31 de diciembre de 2019. Junto con lo anterior, para estas mismas series, se acordó cambiar el *covenant* relativo a la cobertura de gastos financieros netos (EBITDA/gastos financieros netos), donde el emisor se comprometa a mantener un nivel de cobertura mayor o igual a 1,5 veces el contar del 31/12/2016 y hasta el 30/09/2017, cobertura que luego deberá ser mayor a 2,0 entre el 31/12/2017 y hasta el 30/09/2019, para luego mantenerse en un nivel superior a 2,5 veces a contar del 31/12/2019.

Por otro lado, para el caso de la Serie C, se acordó eliminar el *covenant* relativo al nivel de endeudamiento y modificar el *covenant* relacionado con la cobertura de gastos financieros netos, donde la compañía se compromete a mantener un nivel superior a 1,5 veces a contar del 31/12/2016.

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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Enfoque en productos de primera necesidad en supermercados y mayorista: La estrategia de supermercados “Unimarc” y del resto de las marcas del grupo, 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 290 y 100 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 o catástrofes naturales) 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 100 puntos de venta a través de “Mayorista 10” y “Alvi”, 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 116 tiendas de conveniencia, representadas por la marca “OK Market”, alcanzan a sólo un 2,3% de las ventas del grupo, este formato de tiendas permite complementar al de supermercados, en particular en locaciones y horarios no servidos por éstos. Adicionalmente, podría resultar positiva la estrategia multiformato que utiliza la compañía, al operar en los negocios de supermercados, mayorista, tiendas de conveniencia y ventas remotas, al llegar a distintas opciones de compra.

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, se debe considerar que la competencia relevante mantiene elevada solvencia y acceso expedito a las fuentes de financiamiento). 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, rentabilizando su operación.

Necesidad de incrementar ventas: 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, si bien se han mejorado los márgenes, los niveles de ventas aun no son suficientes para alcanzar un *ratio* de flujo respecto a su 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.

Implementación del modelo de negocios en un contexto de alto endeudamiento: Sin perjuicio de los logros de la actual administración en términos de márgenes de venta, el elevado nivel de endeudamiento dificulta la gestión del negocio, en particular en lo relativo a inversiones que impulsen el crecimiento de las vetas.

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 total 60 cadenas, 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 (SdS). 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.

También, producto de la estrechez financiera por la que atraviesa la compañía, se decidió enajenar Construmart, en tanto que se concretó la venta de la cadena Dipac y los activos (20 locales, 3 centros de distribución y la marca Bigger) requeridos por el Tribunal de Libre Competencia después de la fusión de **SMU** y SdS, los cuales se traspasaron como una única unidad económica el 3 de junio de 2014, y se vendió la participación en Supermercados Montserrat en diciembre del mismo año.

Propiedad y administración

La estructura de propiedad de **SMU** al 30 de junio de 2016 es la que se muestra a continuación:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones SMU Matriz Ltda.	29,89%
Inversiones SAMS SpA	19,20%
Gestora Omega Ltda.Holding	11,25%
Inversiones SAMS III SpA	10,76%
FIP Epsilon	5,36%
FIP Alpha	4,90%
FIP Gamma	4,45%
Corp Group Holding Inversiones Limitada	3,12%
Agricola Corniglia Limitada	2,45%
FIP Ipsum	1,62%
Bravo Y Compañía S.A.	1,62%
FIP Ipsum II	1,50%
Resto	3,88%
TOTAL	100,00%

El controlador de la sociedad es CorpGroup, con un 78,59% de la propiedad. El *holding* del grupo Saieh posee inversiones en variados sectores económicos; entre ellos, en el sector financiero donde tiene presencia en el banco Itaú Corpbanca, por medio del cual participa en los negocios de administración de activos,

corredora de bolsa, administración general de fondos, corretaje de seguros y asesorías financieras,. Dicho banco, además, tiene una filial bancaria en Colombia.. 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 seis radios). 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 y Los Trapenses).

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

Nombre	Cargo
Alvaro Saieh Bendeck	Presidente del Directorio
María Pilar Dañobeitia Estades	Vicepresidente
Fernando del Solar Concha	Director
Alejandro Álvarez Aravena	Director
Pedro Pablo Cuevas Larraín	Director
Juan Andrés Olivos Bambach	Director
Horacio Salamanca Uboldi	Director
Raúl Sotomayor Valenzuela	Director
Abel Bouchon Silva	Director

La administración está constituida por los gerentes detallados a continuación:

Nombre	Cargo	Fecha Nombramiento
Marcelo Galvez Saldías	Gerente General	08-05-2013
Mauricio Halpern Álamos	Fiscal	15-04-2015
Fernando Lavenás	Gerente Corporativo de Operaciones	02-03-2015
Fernando Batlle Moraga	Gerente Corporativo de Contraloría	13-10-2014
Carlos Uhlmann Figueroa	Gerente Corporativo de Capital Humano	30-06-2014
Arturo Silva Ortiz	Gerente Corporativo de Administración y Finanzas	05-12-2013
Fernando Ureta Rojas	Gerente Corporativo de Desarrollo e Inversiones	29-05-2013
Constanza Telléz Román	Gerente Corporativo de Asuntos Corporativos	23-11-2015
Horacio Montalva Jerez	Gerente Corporativo Comercial	01-07-2011
Tomás Durandeu	Gerente Corporativo de Marketing	01-01-2015

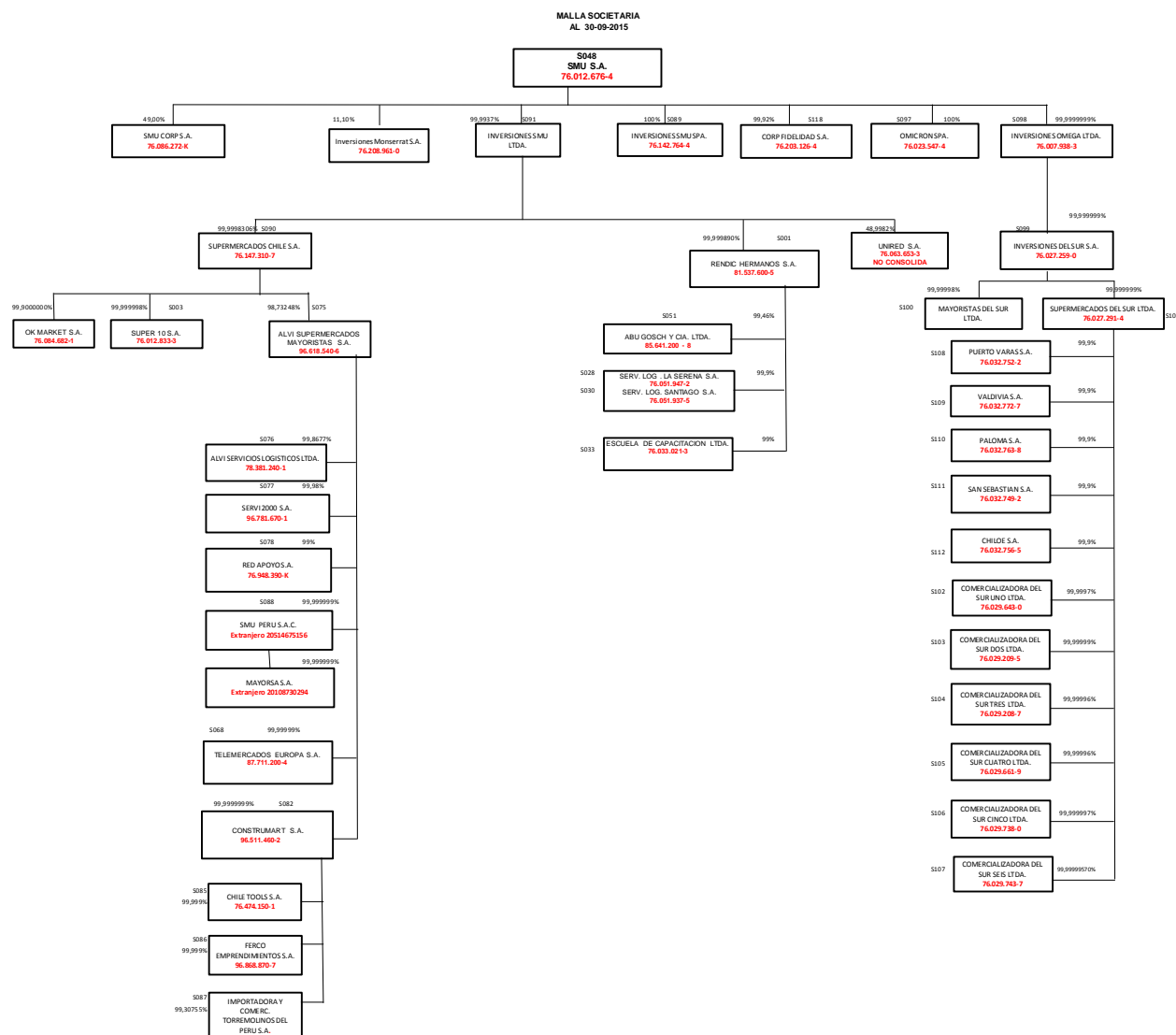
Estructura de la compañía y segmentos de negocio

SMU organiza sus operaciones en Chile a través de cinco segmentos de negocios: i) Unimarc; ii) Mayorista 10; iii) Alvi; iv) tiendas de conveniencia, con la marca OK Market; y v) e-grocery, con Telemercados.

Sus filiales son: i) SMU Perú, donde opera a través de Mayorsa y Maxibodega; y ii) Construmart es un activo que está para la venta, pero dado que no hay certeza de que se realice en el corto plazo, la compañía ha procedido a consolidar esta filial en sus activos.

Adicionalmente, el emisor cuenta con dos empresas coligadas: i) Unired, sociedad relacionada a **SMU**, propietaria de una plataforma que permite efectuar una serie de servicios transaccionales, como recaudación y pago de cuentas; y ii) SMU Corp, enfocada al negocio financiero a través de la tarjeta de crédito Unimarc, de la cual **SMU** tiene una participación no controladora de 49%.

La estructura societaria al 30 de septiembre de 2015 es la siguiente:



Supermercados

Supermercados Chile: La empresa opera con la marca “Unimarc” (290 locales), orientándose a supermercados de tamaño mediano, que fluctúan entre los 180 y 5.400 m² (superficie promedio de 1.383 m²), y cuyo foco es la venta de alimentos y productos básicos para el hogar, en particular con el concepto de “food market”, contando con 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 (37,3% 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 enfocado a precios más bajos) y "Super Bodega ACuenta" (orientada también hacia precios más bajos, aunque de mayor tamaño); Cencosud (26,7% del mercado), con las marcas "Santa Isabel" (supermercados) y "Jumbo" (hipermercados); y Falabella (4,0% del mercado), mediante la marca "Tottus" (súper e hipermercados). 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: **SMU** opera a través de las marcas "Mayorista 10" y "Alvi", que en conjunto disponen de 100 tiendas. En Perú, la marca con que se desarrolla la venta de supermercados al mayoreo es "Mayorsa" (21 tiendas). En Chile **SMU** es líder del segmento mayorista, no obstante, considerando que se trata de locales posicionados como de bajo precio y de autoservicio, parte de su competencia también incluye a minoristas como "Ekono" y "Súper Bodega ACuenta", también enfocados al segmento que busca precios bajos.

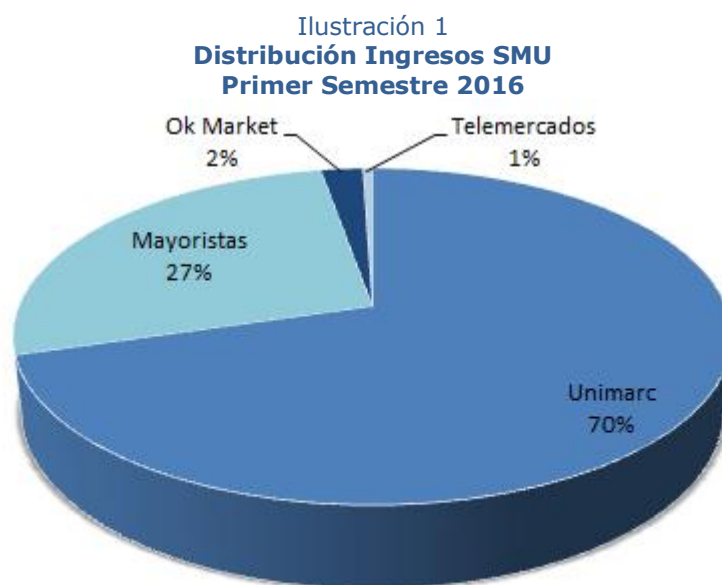
Tiendas de conveniencia: **SMU** desarrolla esta área de negocio a través de la marca "OK Market", adquirida a fines de 2009. Este tipo de establecimientos, que alcanzan a 116 locales, son generalmente de reducido tamaño y fácil acceso desde las principales calles, orientándose a cubrir necesidades como alimentación (platos preparados y *snacks*), bebidas y otros productos para reposición de urgencia (abarrotes e 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, compite con las divisiones de ventas a distancia de los supermercados Líder (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. No obstante, actualmente esta cadena se encuentra en proceso de enajenación, pero, tal como se ha mencionado anteriormente, aun no se determina que esto ocurra en el corto plazo, por lo que se ha procedido a consolidar las operaciones de esta filial en los estados financieros de **SMU**.

La Ilustración 1 muestra el desglose de los ingresos de **SMU** durante el primer semestre de 2016.



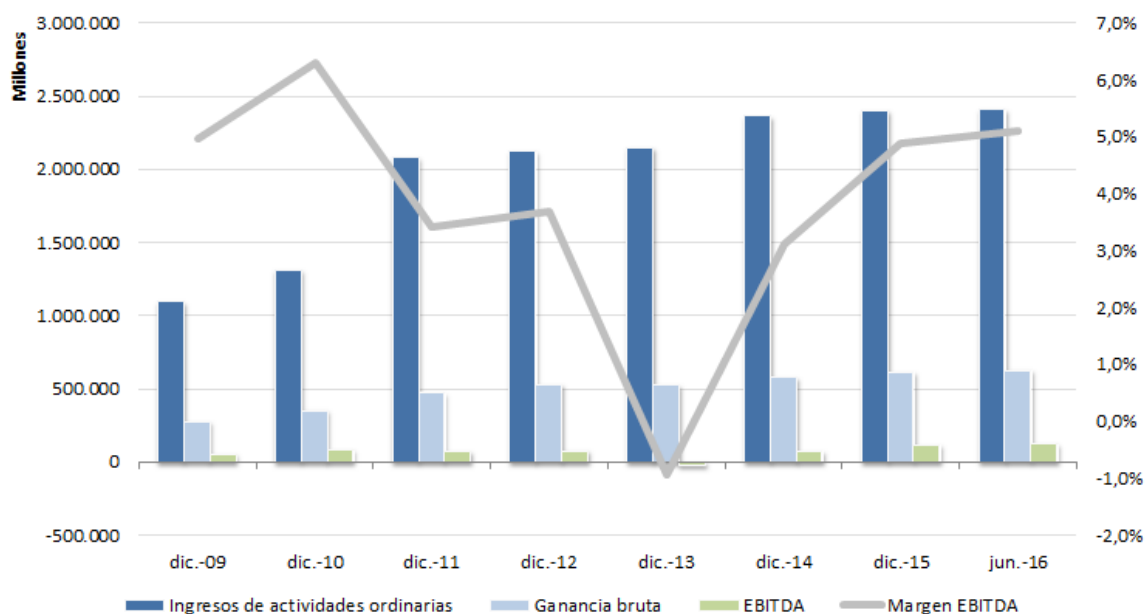
Análisis financiero⁵

Evolución ingresos por ventas y EBITDA

Aun cuando durante el período 2009-2015 los ingresos crecieron a una tasa acumulada de 123%, producto principalmente del crecimiento inorgánico de la emisora, el EBITDA mostró un relativo estancamiento en el período 2010-2012, para el 2013 exhibir una variación negativa. Esta situación ha logrado revertirse con la implementación de un plan de negocios que contempla el cierre de aquellos locales de menor rentabilidad (ver Ilustración 2).

⁵ Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a junio de 2016.

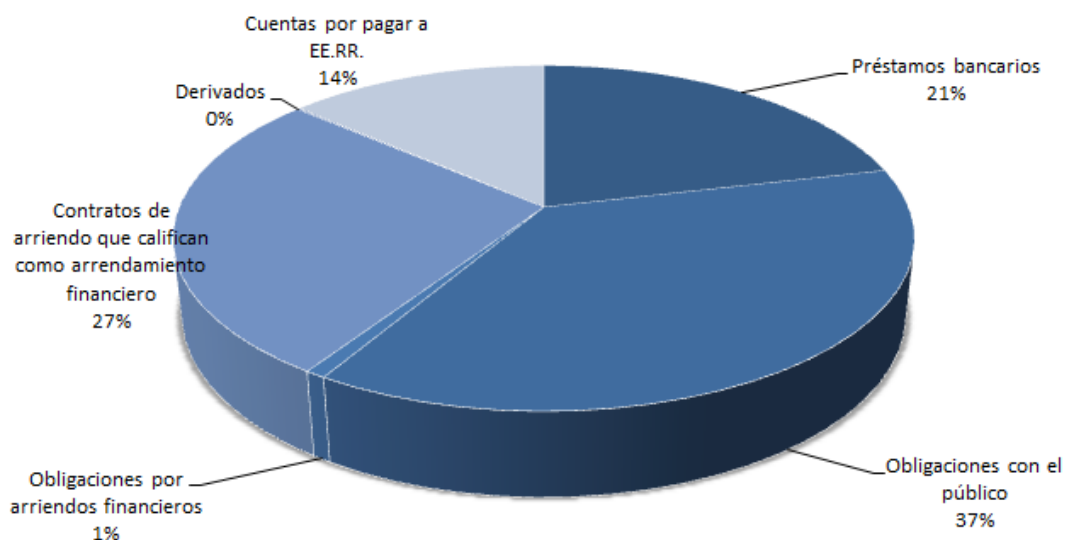
Ilustración 2
Evolución de ingresos, ganancia bruta, EBITDA y Margen EBITDA
 (Millones de pesos)



Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La deuda financiera total reportada a junio de 2016 por **SMU** alcanzaba a \$ 956.728 millones. Sin embargo, si a éstos se les deducen los contratos de arriendo que antes de la norma IFRS se categorizaban como operativos, pero que ahora califican como arrendamientos financieros (por cumplir ciertos requisitos, por ejemplo, el plazo del contrato de arriendo), el pasivo financiero se reduce a \$ 697.785 millones. Dado el ajuste anterior, la deuda financiera está compuesta en su mayor parte por bonos corporativos y préstamos bancarios (ver Ilustración 3). Del total, un 17,3% se encontraba en la porción corriente y el resto a más de un año plazo.

Ilustración 3
Estructura Deuda Financiera
(A junio de 2016)

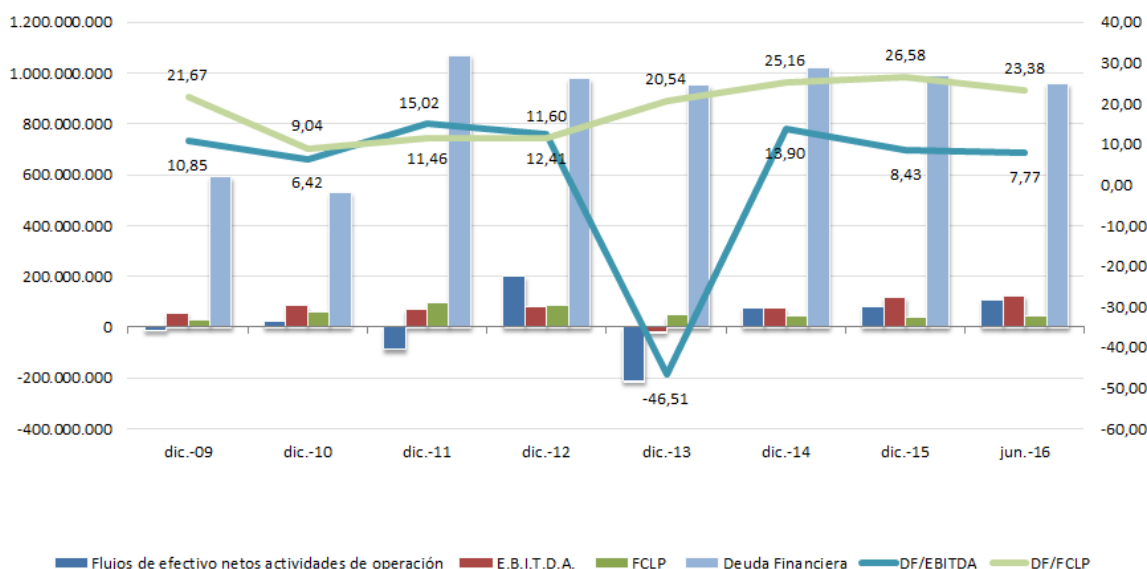


El endeudamiento relativo de la empresa, medido como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)^{6;7}, luego de mantenerse, ha alcanzado en la última observación niveles de 7,8 veces en el caso del indicador DF/EBITDA y 23,4 veces si se considera la relación DF/FCLP, como se aprecia en la Ilustración 4. Si se considera la rentabilidad de los activos únicamente a contar de 2014, la relación deuda financiera sobre FCLP llegaría a 14,1 veces.

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.

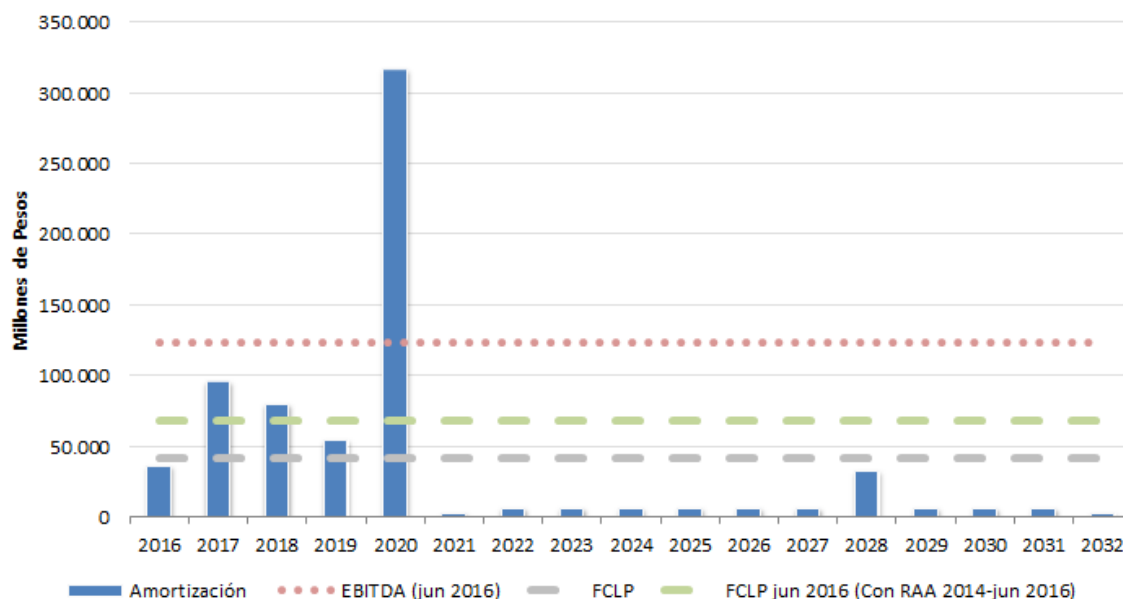
⁷ De acuerdo a la metodología **Humphreys**, la deuda financiera incluye los arrendamientos financieros, en tanto que el EBITDA contempla los flujos de los últimos doce meses.

Ilustración 4
Indicadores endeudamiento relativo



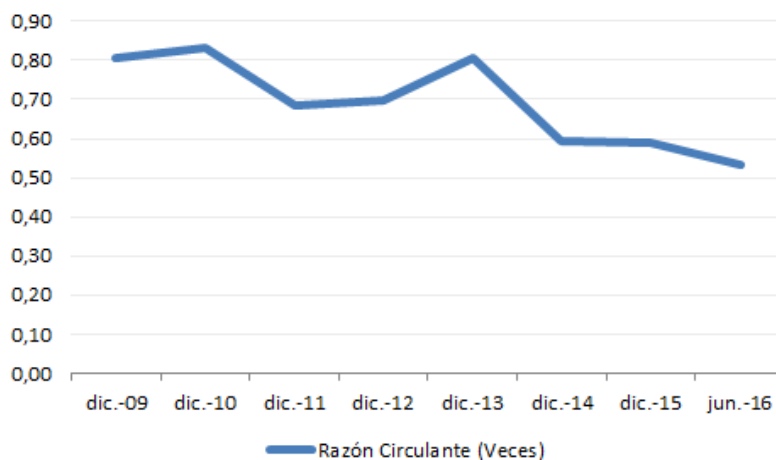
De acuerdo a las renegociaciones de la deuda bancaria, el perfil de vencimientos de **SMU** se encuentra altamente estresado (ver Ilustración 5), dada su capacidad de generación de caja (medida como EBITDA o FCLP), lo cual requeriría, de acuerdo con lo informado por la administración, de la enajenación de los activos para hacer frente a los compromisos financieros de la compañía para el año 2017, o, en su defecto, de la adquisición de las acreencias por parte del accionista controlador. Con todo, cabe destacar que el accionista controlador ha demostrado en los hechos su compromiso con la compañía, habiendo: (i) enterado un aumento de capital de US\$ 300 millones el 2013, (ii) adquirido \$ 10.000 millones en acreencias bancarias relacionadas al Tramo III de la deuda, (iii) comprometido el pago de la amortización del bono local con vencimiento en noviembre de 2015 por aproximadamente US\$ 72 millones, y (iv) comprometido la compra del 50% del remanente del saldo del tramo III del contrato sindicado en diciembre de 2015, por alrededor de US\$ 13 millones.

Ilustración 5
Calendario vencimientos



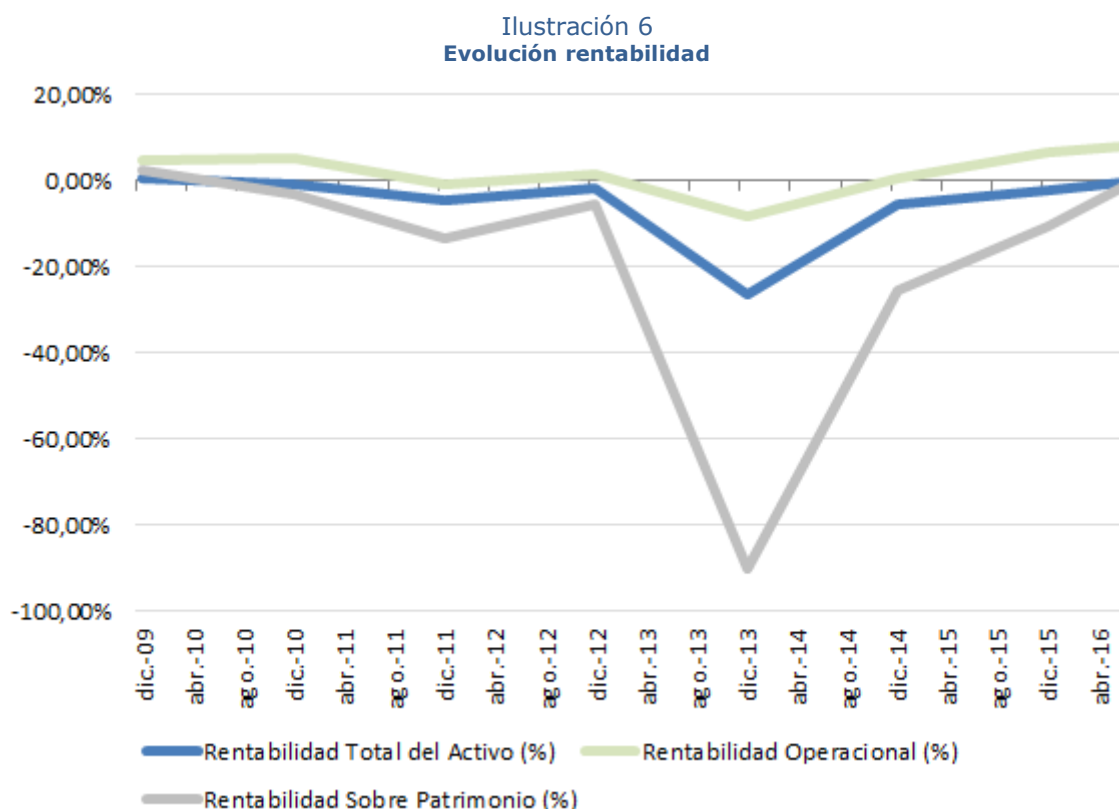
En términos de liquidez, la empresa se ha mantenido con una razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) menor a una vez, llegando a 0,5 veces a junio de 2016. Las principales cuentas de activos corrientes son: Inventarios, Efectivo y equivalentes al efectivo y Deudores comerciales, mientras que en los pasivos corrientes son: Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar y Otros pasivos financieros corrientes (ver Ilustración 6).

Ilustración 6
Razón circulante



Evolución de la rentabilidad⁸

Luego de presentar una leve tendencia a la baja hasta 2012, los indicadores de rentabilidad exhibieron una fuerte contracción el 2013. Incluso durante ese período la rentabilidad sobre el patrimonio exhibe valores de -90%, la cual se revierte parcialmente hacia el 2014. Con todo, la rentabilidad sobre el patrimonio es cercana a -19% a junio de 2015, en tanto que la rentabilidad total del activo se sitúa en valores cercanos a -5% (ver Ilustración 6), impactada por la pérdida del ejercicio que muestra la compañía debido, principalmente, a los efectos del tipo de cambio –por la conversión del bono internacional en dólares- y unidades de reajuste, por la fuerte variación de la “Unidad de Fomento”. Sin embargo, en los últimos ejercicios, la compañía tiende a mostrar una mejora, finalizando la rentabilidad operacional en 8,1%, mientras que la rentabilidad del activo y del patrimonio en terrenos negativos iguales a -0,28% y -1,44%, respectivamente.



⁸ Rentabilidad activos = utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución); 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: UF 5.500.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 20 de diciembre de 2010

Línea de bonos N° 650

- Monto línea: UF 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: UF 1.000.000
- o Plazo: 27,8 años
- o Tasa de emisión: 4,7%

Línea de bonos N° 667

- Monto línea: UF 7.000.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 26 de mayo de 2011

Segunda Emisión

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: UF 7.000.000
- Plazo de la línea: 30 años
- Fecha de inscripción: 26 de mayo de 2011

Primera Emisión

Serie B

- Fecha colocación: junio 2011
- Monto colocado: UF 3.000.000
- Plazo: 21 años
- 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:

Definición	Límite actual	Modificación acordada en Junta de tenedores	
Cobertura de Gasto Financiero Neto	Mayor o igual 2,5 veces	Mayor igual a 1,5	Entre 31/12/2016 y 30/09/2017
		Mayor igual a 2,0	Entre 31/12/2017 y 30/09/2019
		Mayor o igual a 2,5 veces	Entre 31/12/2019 en adelante
Deuda financiera neta sobre Patrimonio total	< a 1,3 veces	Se elimina para la Serie C	
		Para la serie B y D	Waiver hasta 31/12/2019

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) Gastos Financieros Netos: 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".