



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Ficha Técnica

Enero 2011

Antecedentes de la emisión

Emisor	Supermercados del Sur S.A. (SdS)		
Instrumento	Series A, B, C y D ¹	Representante tenedores y banco pagador	Banco de Chile
Clasificación de riesgo	Categoría "A" Tendencia "En Observación"	Agente colocador	Larraín Vial Corredora de Bolsa
Pago de cupones	Series A y B: Capital en 1 cuota al 10.11.15. Serie C: Capital en 1 cuota al 10.11.20. Serie D: Capital en 1 cuota al 10.11.28. Intereses semestrales	Duration	Serie A: 4,62 años Serie B: 4,37 años Serie C: 13,80 años Serie D: 16,96 años
Monto de colocación	Total series: UF 3.000.000	Garantías	No hay
Tasa de carátula	Serie A: 4,10% anual (UF) Serie B: 7,20% anual (\$) Serie C: 4,30% anual (UF) Serie D: 4,70% anual (UF)	Prepago	Serie A: Desde 10.11.12 Serie B: Desde 10.11.12 Serie C: Desde 10.11.15 Serie D: Desde 10.11.18
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos, financiamiento de las operaciones y financiamiento de las inversiones.		

Covenant financieros²

	<i>Covenant</i>
Endeudamiento financiero neto	≤ 1,3 veces
Cobertura gastos financieros (calculado como año móvil)	Entre diciembre de 2010 y septiembre de 2011 ≥ 2,0 veces A partir de diciembre de 2011 ≥ 2,5 veces

Particularidad de la evaluación

SdS no tiene información histórica prolongada, pero las actuales inversiones (cadenas de supermercados) presentan flujos conocidos y maduros, susceptibles de ser incrementados (sinergia natural por consolidación). Si bien su plan de inversión no está exento de riesgos, éstos son acotados (entre otros factores, por diversidad de aperturas de locales). Dado ello, los indicadores tradicionales de evaluación, por sí solos, no son suficientes para estimar la capacidad de generación de flujos del emisor, situación que no impide medir razonable y en forma conservadora la viabilidad del negocio y su endeudamiento relativo de largo plazo.

Antecedentes del emisor

Descripción	Empresa del rubro supermercado. Cadenas regionales adquiridas por Southern Cross, fondo de inversión con 81,3% de la propiedad. Puntos de venta entre V y XII región, concentradas entre regiones de Biobío y Los Lagos. Dispone de 106 locales, totalizando 150 mil m ² de salas de venta, que operarán bajo la marca unificada Bigger en supermercados y Maxiahorro en formato de descuento. Familia Repetto, de experiencia en el rubro, mantiene el 18,7% de las acciones de SdS.
Fundamento de la clasificación y riesgo ³	Fuerte posicionamiento entre regiones VIII y X (líder, más de 90 puntos de venta y 32% de participación en supermercados); 90% del mix de productos en alimentos, artículos de limpieza para hogar y de higiene personal (menos expuesto a períodos recesivos); sin negocio crediticio (ausencia de riesgo de incobrabilidad y, comparativamente, menor presión de capital de trabajo).
Perfil de pago de la deuda	Bonos "bullet", amortización no coincidente con generación de flujos del emisor. Existe riesgo de refinanciamiento.

¹ Con cargo a las líneas de bonos inscritas en los registros de la SVS bajo los números 649 y 650 de fecha de 20 de diciembre de 2010.

² A partir de los estados financieros al 31 de diciembre de 2010.

³ Para más detalle, ver Informe de Clasificación en www.humphreys.cl.

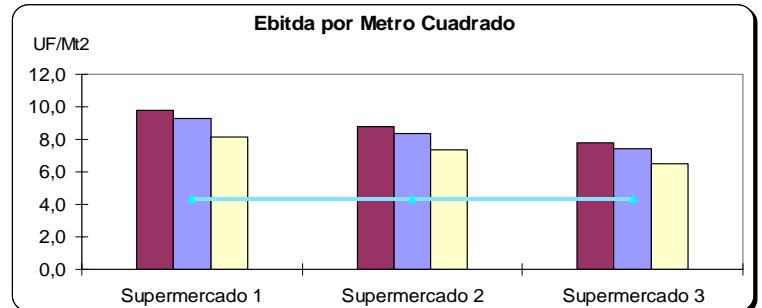
Perspectivas futuras: Endeudamiento relativo⁴

Generación de Flujos:

Con el ebitda estimado a diciembre/2010 de MM\$ 14.000 (PCGA) y superficie de ventas disponibles de 148.717 mt²; se asume conservadoramente que los locales actuales presentan un ebitda por mt² de UF 4,39. Como proyección de largo plazo, existe una alta probabilidad que la cifra esté subestimada, dado que: i) el resultado de 2010 está influenciado por el terremoto de febrero, que afectó a zonas en donde SdS es más fuerte; ii) el sismo obligó a la empresa a centrarse en la "rehabilitación" de los locales siniestrados, restando fuerza a otro tipo de acciones; iii) la implementación de nuevos sistemas repercutirá positivamente en el manejo de inventarios y en el margen del negocio; iv) se desarrollará sinergia publicitaria (menores costos relativos, en especial por unificación de marcas); y v) sector con elevadas perspectiva de crecimiento.

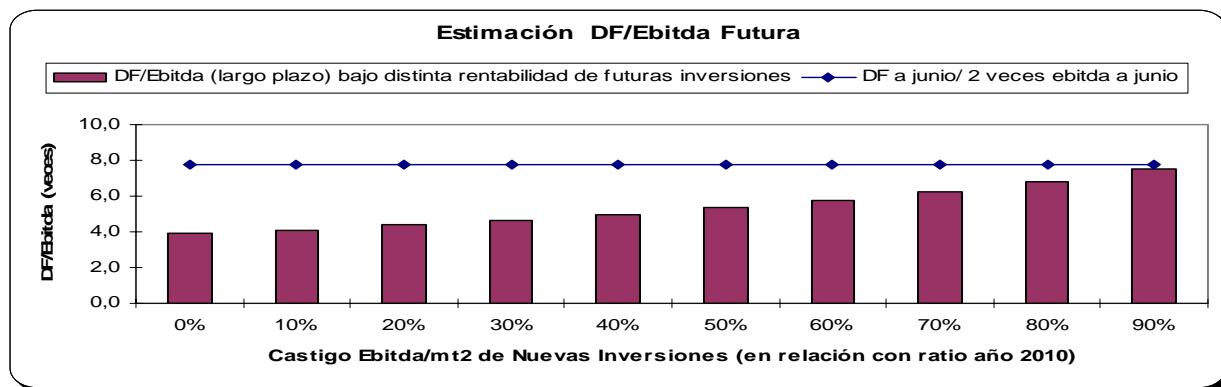
El gráfico adjunto refleja el Ebitda/mt² para 3 cadenas de supermercados. El cálculo se basa en el estudio de Ceret, 2009 (Centro de Estudios de Retail). Como el reporte muestra ventas/mt², se trabajó con 3 escenarios, donde el ebitda representa el 5%, 4,5% y 4% de los ingresos (cada entidad con 3 valores).

Si se contrasta el ebitda por mt² de cada supermercado con las UF 4,39 por mt² estimadas para SdS (línea horizontal), se aprecia lo altamente conservador que se ha sido con esta última cifra y las perspectivas de crecimiento de la misma.



Proyección DF/Ebitda (PCGA):

El gráfico siguiente contrasta la relación DF/Ebitda a junio de 2010 con la relación esperada, bajo distintos escenarios, hechas las inversiones programadas. Supuestos: i) inversión actual con ebitda de UF 4,39 por mt² (altamente subestimada); ii) nuevas inversiones tienen como máximo igual relación y castigos entre 10% y 90% (diversidad de aperturas atenua una caída pronunciada, sobre todo que el UF 4,39 es conservador para parámetro del mercado); y iii) se asume una deuda máxima de UF 5,5 millones.



La razón DF/Ebitda (perjudicada por el terremoto), debiera mejorar substancialmente, aun si no se revirtiere el efecto adverso del sismo del 27/02/2010, no hubiere avance en el manejo de inventarios, no se lograre sinergia y las nuevas inversiones tuvieran bajos resultados. Esos supuestos, y asumiendo para nuevas inversiones un Ebitda/mt² de UF 3,5, da un ratio de 4,36 veces.

Se destaca que las proyecciones del emisor dan una relación menor a 3 veces antes de fines de 2012. A juicio de **Humphreys** una relación cercana a 3,5 veces es muy probable. Certo lo estimado por el emisor –*ceteris paribus*- la clasificación de riesgo podría subir; niveles como los de **Humphreys** la mantendrían; valores menores, podrían llevar a la baja la categoría asignada.

Nota: Para obtener más información de esta clasificación de riesgo se puede contactar con **Humphreys**.
 Analista: Carlos Ebensperger H., fono: 433 52 19, carlos.ebensperger@humphreys.cl

⁴ Proyecciones de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y sólo para efecto de este análisis específico. Las estimaciones del emisor son más auspiciosas.