



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Supermercados del Sur S.A. (ex Omega S.A.)

Octubre 2010

Nueva Emisión

Analista

Carlos Ebensperger H.
Tel. 56 – 2 – 433 52 19
carlos.ebensperger@humphreys.cl

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
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
Solvencia Tendencia	"Categoría A" En Observación
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 de junio de 2010

Estado de Resultados Anual Consolidado¹, NCCh				
M\$ de junio 2010	2008	2009	Ene-Jun 09	Ene-Jun 10
Ingreso operacional total	39.523.082	387.090.173	175.536.672	207.526.726
Costo explotación	-31.282.546	-291.607.686	-137.219.903	-157.980.679
Gasto administración y venta	5.924.354	-84.029.335	34.237.890	-45.151.980
Resultado operacional	2.316.182	11.453.152	4.078.879	4.394.067
Resultado no operacional	1.627.615	-20.289.171	-12.695.882	-5.484.428
Gastos financieros	999.301	-9.263.388	6.094.076	-3.246.210
Utilidad neta	3.185.716	-8.788.658	-8.324.166	-1.597.497
EBITDA	2.675.535	16.298.423	6.409.173	6.221.270

Balance General Consolidado, NCCh				
M\$ de junio 2010	31-Dic-08	30-Jun-09	31-Dic-09	30-Jun-10
Activo Circulante	36.363.599	68.611.380	73.303.104	63.599.599
Activo Fijo	17.227.609	16.740.987	23.200.655	24.901.168
Otros Activos	221.593.984	222.247.272	218.962.843	218.486.760
Total Activos	275.185.191	307.599.638	315.466.602	306.987.527
Pasivo Circulante	77.743.587	91.029.273	76.067.417	74.887.120
Pasivo Largo Plazo	81.067.040	83.126.945	104.680.012	98.978.732
Patrimonio Total	116.374.564	133.443.420	134.719.172	133.121.675
Total Pasivos	275.185.191	307.599.638	315.466.602	306.987.527
Deuda Financiera	83.655.545	91.396.205	97.094.522	96.924.056

Estado de Resultados Consolidado, IFRS	
M\$ de junio 2010	
Ingresos Ordinarios	209.737.275
Costo de Ventas	-156.844.416
Total Gastos de Administración y Distribución	-45.486.663
Resultado Operacional	7.406.196
Gastos Financieros	-4.889.298
Ganancia (Pérdida)	820.535
EBITDA	12.041.831

Balance General Consolidado, IFRS	
M\$ de Junio 2010	
Activos Corrientes	60.226.237
Activos No Corrientes	304.111.302
Total de Activos	364.337.539
Pasivos Corrientes	79.762.554
Pasivos No Corrientes	159.443.975
Total de Pasivo	239.206.529
Patrimonio Total	125.131.010
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	364.337.539
Deuda Financiera	96.724.518

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Supermercados del Sur S.A. (SdS, ex Omega S.A.) es una empresa del rubro supermercados controlada por el fondo de inversiones Southern Cross Group (SCG), conformada principalmente por seis cadenas de autoservicios, localizadas específicamente entre las regiones de Valparaíso y Aysén, pero en número ubicadas sobre todo entre las regiones de Biobío y Los Lagos. En la actualidad la sociedad resultante de la fusión de las cadenas adquiridas cuenta con 103 locales que totalizan casi 144 mil m² de salas de venta.

Los supermercados regionales que conforman **SdS** presentaron en 2009 ventas consolidadas por US\$ 753 millones, un EBITDA de US\$ 31,7 millones y una deuda financiera de US\$ 189 millones¹.

La clasificación de la solvencia de la sociedad, en *Categoría "A"*, se fundamenta principalmente en el fuerte posicionamiento de mercado que ostentan las cadenas de supermercados de la empresa en el área geográfica donde operan, con un elevado número de locales operativos, lo que reduce la exposición de la empresa ante un incremento en la oferta de la competencia en años recientes por parte de los operadores nacionales.

Otro aspecto a destacar en la evaluación de la solvencia de **SdS** es la menor volatilidad de los ingresos de la compañía, en comparación con otras empresas del sector *retail*. Lo anterior radica en el hecho de que el *mix* de productos ofrecido por **SdS** corresponde principalmente al segmento de alimentación y de otros productos básicos, mientras que las cadenas de mayor tamaño poseen un porcentaje más elevado de sus ventas asociadas a los productos *non-food* y durables, bienes que se ven más impactados en escenarios de mayor estrés económico-financiero.

¹ En estos valores incluyen sólo el período en que SCG tomó el control de las cadenas.

La categoría de riesgo asignada recoge también la adecuada generación de caja de la empresa como porcentaje de los ingresos, en comparación a los estándares de la industria, y las oportunidades que en este sentido ofrece la mayor escala de operación de **SdS** por estar funcionando de forma consolidada las distintas cadenas adquiridas (*back office* y logística comunes, y mejor negociación con proveedores, entre otros aspectos). También se reconoce la introducción de medidas para mejorar la rentabilidad y las operaciones de la compañía, incluyendo cambios logísticos, de inventarios, y del *mix* de productos.

Adicionalmente, se ha considerado como positiva la experiencia en el *retail* nacional e internacional del grupo de ejecutivos designado para la puesta en marcha del proyecto de consolidación y del futuro crecimiento de la cadena. Lo mismo sucede con los dueños de **SdS**, que poseen experiencia previa en el área del *retail*.

En contraste, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo de la sociedad, se ha tenido en consideración el aumento de la competencia en el rubro de supermercados, cuyos principales actores corresponden a cadenas con una fuerte presencia nacional, mayor escala, gran experiencia en el rubro y el respaldo financiero de sus controladores, aspecto importante a la hora de soportar períodos de alta competencia. Además, se expresa lo acotado de la información histórica conjunta de **SdS**, necesaria para apreciar la evolución del comportamiento de los indicadores financieros, especialmente bajo contextos de mayor *stress* económico-financiero.

Otro elemento de riesgo que ha sido considerado es la concentración de ingresos en el área ubicada entre las regiones del Biobío y Los Lagos, lo que expone al emisor a contingencias económicas ligadas a los rubros productivos locales (agricultura, salmonicultura, forestal, entre otros), en contraste con los operadores de mayor tamaño que tienen presencia a lo largo de Chile y en particular en Santiago, ciudad de mayor diversidad de producción, aunque se reconoce que el plan de expansión diseñado por **SdS** contempla la entrada a nuevas regiones del país, en particular la Metropolitana.

La clasificación de riesgo también toma en cuenta el fuerte plan de inversión de la compañía, el que ya se encuentra en ejecución. A juicio de **Humphreys**, si bien se percibe como positivo el aumento en la escala de operaciones y la mayor cobertura geográfica que se busca alcanzar en el negocio de supermercados, ello no es incompatible con que el crecimiento explosivo implica riesgos asociados a los nuevos locales y la nueva escala (en términos de superficie de venta se pretende aumentar en 2,15 veces el tamaño actual de la cadena en el lapso de tres años).

En paralelo, es necesario que la actual administración sea capaz de implementar exitosamente el plan de mejora en la eficiencia de la cadena, manteniendo las características positivas de los supermercados adquiridos, con el objeto de alcanzar una escala de operaciones y de flujos de caja acordes con el volumen de deuda adquirida. Junto con lo anterior, no puede desconocerse que para alcanzar una consolidación efectiva de las cadenas, y así lograr las sinergias y los beneficios de operar a mayor escala, se requerirá, entre otros, de procesos de integración logísticos, de sistemas, culturales y administrativos que, si bien son necesarios y deseables, no están exentos de riesgos en su implementación.

En relación al perfil de deuda de la compañía, **Humphreys** analizó el escenario actual como el de la reestructuración evaluada actualmente por la compañía. En este contexto, se consideró la colocación de bonos por un total de U.F. 5,5 millones, a través de dos líneas cuyas colocaciones serían a cinco y 18 años, bajo la modalidad *bullet* (un solo pago de capital al vencimiento). A juicio de **Humphreys**, en la actualidad existe menor holgura frente al pago de las obligaciones anuales de la compañía en contraste con otros actores del sector, lo cual está fundamentalmente asociado a un menor acceso comparativo a fuentes de financiamiento de mayor duración, mientras que la colocación de los bonos le permitiría trasladar los vencimientos a una etapa en que la empresa se encuentre consolidada, con una mayor escala y una generación de flujos superior a la actual, lo que le otorga un menor riesgo en comparación a su perfil financiero actual.

La perspectiva de la clasificación se califica “*En Observación*”, por cuanto es necesario evaluar la implementación del plan de negocios de la compañía, en términos de ventas, generación de EBITDA y ejecución de la apertura de nuevos locales. En este contexto, a juicio de **Humphreys**, la clasificación de riesgo de la compañía podría verse modificada en el corto plazo.

A futuro, la clasificación de solvencia de **Supermercados del Sur S.A.** podría verse favorecida si la empresa es capaz de consolidar el negocio de las cadenas adquiridas, lo cual se espera se refleje en el cumplimiento de las metas trazadas en términos de ventas, con una relación EBITDA sobre ingresos de mediano plazo en torno al 6,5% como objetivo, todo ello asociado a un nivel de deuda que permita ir bajando paulatinamente la relación del periodo de pago de la misma en los términos proyectados por la compañía.

Asimismo, para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa no deteriore de manera significativa sus índices globales de rentabilidad operacional y logre hacer frente de manera consistente al escenario competitivo.

Hechos recientes²

Resultados Financieros

Para el análisis financiero, debe considerarse que la empresa tomó el control de la mayoría de las cadenas que actualmente opera entre los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009, por lo que los indicadores no son estrictamente comparables.

Los ingresos de **SdS** pasaron desde \$ 39.523 millones a \$ 387.090 millones entre 2008 y 2009, un incremento de 879%. En términos pro-forma³ -esto es, considerando todo el año 2008 y 2009-, las ventas de las cadenas que conforman **SdS** aumentaron desde \$ 371.403 millones hasta \$ 415.136 millones, una expansión de 11,8% en términos reales (superior al 8,5% real de la industria a nivel nacional en 2009).

² Las cuentas financieras se encuentran en moneda real de junio de 2010.

³ Hay que tener en cuenta que **SdS** tomó el control de algunas cadenas en los últimos meses de 2008 y de otras a inicios de 2009

El margen de explotación creció 1.059%, hasta \$ 95.482 millones, mientras que el resultado operacional lo hizo en 394%, alcanzando a \$ 11.453 millones. Debe tenerse en cuenta que la menor expansión de este último índice, en comparación al crecimiento del margen de explotación, se debe en parte importante a las remodelaciones que **SdS** llevó a cabo a sus salas de venta durante 2009, y que continuarán durante 2010.

El resultado del ejercicio 2009 fue de una pérdida de \$ 8.789 millones, lo que se compara negativamente con la ganancia de \$ 3.186 millones de 2008, explicada principalmente por los mayores gastos de administración antes descritos. El EBITDA generado, en tanto, creció 509% desde \$ 2.676 millones, hasta \$ 16.298 millones.

Por otra parte, la comparación entre los resultados de los primeros semestres de 2009 y 2010⁴ resulta más adecuada que las de los ejercicios anuales de 2008 y 2009, pero no perfecta, por la finalización de las tomas de control en enero de 2009 y por los efectos del terremoto en el primer trimestre de 2010. De esta manera, los ingresos aumentaron 18,2%, hasta \$ 207.527 millones, mientras que el margen de explotación lo hizo 29,3%, hasta \$ 49.546 millones, a la vez que el resultado operacional, también influido por el programa de mejora del diseño y *mix* de productos de los de puntos de venta, se elevó 7,7%, hasta \$ 4.394 millones, aunque impactado por los gastos de estas remodelaciones y por las reparaciones de los daños causados por el terremoto. El resultado del ejercicio correspondió a una pérdida de \$ 1.597 millones (pérdida de \$ 8.324 millones en el primer semestre de 2009). El EBITDA, en tanto, tuvo una ligera caída real de 2,9%, llegando a \$ 6.221 millones.

A junio de 2010 la deuda financiera de la compañía, bajo norma contable chilena, alcanzaba a \$ 96.924 millones, que corresponden en su totalidad a un crédito sindicado que devenga intereses semestrales y que pagará amortizaciones de capital también semestrales a partir del 30 de junio de 2011 y hasta el 30 de junio de 2015. De acuerdo con IFRS, al mismo período la deuda financiera del emisor ascendía a \$ 175.365 millones, de los cuales el 42% se explica por la contabilización de contratos de arriendo, según se explica en más detalle con posterioridad.

Acontecimientos

El terremoto del 27 de febrero pasado afectó las operaciones de la compañía principalmente en la VIII Región, en particular por los saqueos que afectaron a 38 de sus locales, 35 de los cuales fueron reabiertos con relativa prontitud, con los restantes tres teniendo mayores daños, aunque finalmente reabiertos también. La indemnización por parte de los seguros contratados aún no se ha materializado y, según estimaciones de la empresa, correspondería a alrededor de US\$ 40 millones.

⁴ Las comparaciones se hacen con la norma contable chilena, puesto que si bien la sociedad también presentó sus estados financieros bajo IFRS en el primer semestre de 2010, no existen a igual período de 2009.

Actualmente la empresa se encuentra en plena ejecución de un plan de convergencia de las cadenas de supermercados adquiridas, lo que implica la remodelación de locales y la unificación de las marcas. Así, a la fecha se han llevado a cabo los cambios en las cadenas Keymarket, Fullfresh y Dipproc, cuyos puntos de venta pasaron a la denominación “Bigger”, cadena originaria de Osorno y Valdivia, y cuyo nombre se transformará en el mediano plazo en la marca bajo la cual funcionen todos los puntos de venta de **SdS**. Adicionalmente, el plan incluye cambios y mejoras en el área de logística y surtido de productos, entre otros aspectos.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del 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 que pertenece o en la economía.

Oportunidades y Fortalezas

Buen posicionamiento de mercado en zona geográfica de operación: En las regiones del Biobío, Araucanía, Valdivia y Los Lagos, donde **SdS** tiene la mayor parte de sus locales de venta, la empresa alcanza cerca de un 32% de participación de mercado, lo que la transforma en líder en cada una de tales regiones. Esta posición es consecuencia de la historia y ubicación de cada una de las principales cadenas locales de supermercados adquiridas (Diproc, Keymarket, Tucapel, Muñoz Hermanos, Bigger y Full-Fresh), y constituye una fortaleza para el emisor en la medida que la experiencia adquirida por los antiguos dueños le es traspasada (cabe destacar que en una primera instancia, el cambio en la propiedad no ha resentido las ventas).

Adicionalmente, se considera el que la empresa opere 103 locales en la actualidad, y que haya diseñado un plan de inversiones para incrementar su presencia en la zona, lo que le permitiría alcanzar incluso una mayor fortaleza en dicha área, especialmente en localidades que pueden no resultar atractivas para las grandes cadenas nacionales debido a su menor población.

Finalmente, resulta positiva las ubicaciones de los locales de venta de las principales cadenas adquiridas por **SdS**, puesto que fueron escogidas por sus antiguos dueños en épocas en que la penetración de los supermercados en Chile, y en particular en la zona sur, era menor que la actual, y por lo tanto en su mayoría son locaciones de gran afluencia de público y de probado rendimiento.

Mix de productos: El conjunto de productos ofrecido en los locales de **SdS** se orienta mayoritariamente (sobre 90%) al segmento de alimentación y otros productos básicos de consumo (limpieza del hogar y aseo personal), mientras que las cadenas de mayor participación de mercado poseen un porcentaje mayor de sus ventas asociadas a los productos *non-food*, bienes que se ven impactados de mayor forma ante escenarios de estrés económico-financiero. Esto también permite observar una menor estacionalidad en los ingresos de la compañía, lo que representa un menor riesgo relativo ante otras cadenas del sector que concentran parte importante de sus ventas en el tercer trimestre (asociado a las compras navideñas, focalizadas en el segmento *non-food*). No obstante, no se desconoce la estacionalidad de los locales por la mayor población flotante en la época estival, situación que, en todo caso, para las zonas relevantes de operación del emisor resulta transversal a la industria.

Generación de caja: si bien puede afirmarse que las empresas adquiridas por SCG no se encuentran operando en el régimen de largo plazo al que apunta su actual administración, aun así la sociedad presenta un adecuado nivel de márgenes y de generación de caja, no muy distinto al de actores de más larga trayectoria y que además operan con ventas a crédito propio, modalidad de venta que el emisor no posee. Así, al primer semestre de 2010, la tasa de EBITDA a ingresos alcanzó un 5,7%, lo que puede considerarse bastante adecuado. Es esperable que este porcentaje se eleve de resultar exitosos los planes que la administración se encuentra implementando para mejorar la eficiencia de la cadena.

Experiencia en el sector: Favorece el plan de negocios diseñado por la empresa la experiencia que posee el grupo de ejecutivos designados para la puesta en marcha del proyecto de consolidación y crecimiento de la cadena, quienes cuentan en su gran mayoría con amplia trayectoria en el sector *retail*, tanto a nivel nacional como internacional. De la misma manera, el grupo controlador de **SdS**, SCG, posee experiencia en el *retail* en Chile a través de su anterior control de la multitienda La Polar, a la que sacó prácticamente de la quiebra y llevó a transformarse en una importante cadena de tiendas por departamentos, abierta en bolsa. Finalmente, la participación minoritaria en la propiedad de **SdS** de la familia Repetto, antigua controladora de la cadena Keymarket (región de Biobío), le añade experiencia en la administración de supermercados.

Factores de Riesgo

Competencia: como queda de manifiesto con los planes de expansión de las grandes cadenas de supermercados a nivel nacional (D&S, Cencosud, Unimarc), y la llegada de estos actores a la zona en que opera **SdS**, la competencia en el rubro supermercados se ha intensificado en los últimos años, en particular con el arribo de Walmart a la propiedad de D&S y con la conformación de una cadena nacional por parte de Unimarc. Este panorama obliga a las empresas del sector a estar atentas a los desarrollos del mercado, y a implementar planes de inversión con el objeto de abarcar nuevas zonas, aunque en el caso de **SdS** su buen posicionamiento histórico en las regiones del sur de Chile le permite tener un conocimiento de los clientes que otras cadenas no poseen y que la resguarda, al menos en parte, de un mercado más competitivo.

Falta de información histórica: En general, el proceso habitual de clasificación de riesgo implica un análisis de a lo menos cinco años del funcionamiento de una empresa y de sus indicadores, bajo una administración estable y un determinado plan de negocios, abarcando también, de ser factible, períodos de contracción económica. Con ello es posible medir de mejor forma la sensibilidad y variabilidad de los ingresos y resultados de la empresa ante distintos escenarios y situaciones. En el caso de **SdS**, sólo se tiene información relativa al período 2007-2009 y primer trimestre de 2010, desconociéndose si los antecedentes de cada cadena representan razonablemente la capacidad de cada uno de ellas en cuanto a márgenes y generación de ventas bajo la nueva administración. En contraposición, los distintos puntos de venta del emisor mantuvieron un nivel de actividad adecuado en la reciente recesión y durante la crisis que afectó al sector salmonero en la región de Los Lagos.

Etapa de transición y crecimiento: Si bien la operación conjunta de las cadenas adquiridas constituye una potencial fuente de oportunidades, en particular en términos de lograr una mayor eficiencia operativa y una mayor escala, debe reconocerse también que la etapa de transición para lograr esto también presenta riesgos. Desde el punto de vista administrativo, la integración de las cadenas requiere aunar culturas de trabajo distintas y la implementación de nuevas estrategias. Desde la perspectiva de las ventas, la reinauguración de locales remodelados bajo el nombre *Bigger*, que pasará a ser la única marca del grupo, podría poner en riesgo parte de las ventas por no ser conocida en todas las ciudades donde se implementará este cambio. Se reconoce, sin embargo, que la empresa ha establecido planes de fidelización de clientes, y que muchas ubicaciones de supermercados son en sí mismas lo suficientemente fuertes para captar ventas, independientemente de las marcas, y que hasta la fecha la transición ha sido exitosa, en particular la que se llevó a cabo para la antigua cadena Keymarket.

Adicionalmente, el plan de crecimiento de **SdS** duplicaría el número de locales existente a la fecha, con los consiguientes riesgos inherentes a una expansión de tal tipo, como es la llegada a nuevas zonas en las que la marca no tiene historia, el tiempo de maduración de los locales para alcanzar el retorno planificado, o la posibilidad de que las nuevas aperturas no alcancen las metas esperadas. Lo anterior es especialmente cierto en aquellas zonas en que los principales competidores tienen fuerte presencia, como lo es la Región Metropolitana. Con todo, se reconoce que la empresa analiza profundamente el potencial de cada posible nueva ubicación, preocupándose también de alinear además los objetivos de **SdS** con quienes están encargados de las aperturas.

Concentración regional: Si bien entre las regiones del Biobío y Los Lagos **SdS** es líder de mercado, a nivel nacional no sucede lo mismo, puesto que la empresa posee poco más del 7% de participación en las ventas del rubro supermercados de Chile, ubicándose como cuarto operador, lo que hace más difícil alcanzar mayores economías de escala o un poder negociador superior ante proveedores para obtener descuentos. Por otra parte, tres ciudades (Temuco, Osorno y Puerto Montt) generan el 35% de los ingresos de la compañía, lo que si bien no representa una concentración excesiva, puede resultar más riesgoso por el hecho que la actividad económica de las ciudades de provincia está más asociada a un rubro productivo en particular, como es la agricultura en Osorno y la salmonicultura en Puerto Montt. Dado que **SdS** concentra prácticamente la totalidad de sus ingresos fuera de Santiago, una baja en los ingresos originados en una determinada ciudad tendría mayor impacto en la

empresa que para la competencia que está basada en Santiago (D&S, Cencosud), ciudad que no está asociada a un rubro económico específico. Debe reconocerse, en todo caso, que el plan de crecimiento diseñado por la compañía le permitiría subsanar en el mediano plazo parte de dicha situación, reconociéndose además que el mix de productos ofrecido por la cadena torna menos probable una contracción exagerada de las ventas.

Antecedentes Generales

Descripción de la empresa

Supermercados del Sur S.A. posee un total de 103 salas de venta y 143.667 m² de superficie, ubicados entre las regiones de Valparaíso y de Aysén, distribuidas en 92 supermercados, seis bodegas mayoristas y cinco tiendas de conveniencia, con un promedio de 1.443 m² por ubicación. Este último valor es muy similar a los estándares manejados por los líderes del mercado (D&S y Cencosud).

SdS alcanzó su conformación actual luego de adquirir varias cadenas regionales de supermercados, hipermercados, mayoristas y tiendas de conveniencia, siendo las seis principales las siguientes: Diproc (Región del Maule), Keymarket (Región del Biobío), Tucapel (Los Angeles, Región del Biobío), Muñoz Hermanos (Región de la Araucanía), Bigger (Región de Valdivia y Provincia de Osorno, Región de Los Lagos) y FullFresh (provincias de Llanquihue y Chiloé en la Región de Los Lagos, y Coyhaique, Región de Aysén). También adquirió otras cinco empresas de supermercados, aunque de menores tamaños, comparativamente.

La empresa decidió adoptar el nombre Bigger como marca unificada de operación, para lo cual ya realizó las remodelaciones de las marcas Keymarket y Fullfresh, estando en curso las de Diproc y los locales mayoristas. Para el formato de venta al por mayor, **SdS** operará bajo el nombre Mayorista del Sur. Todas las aperturas de nuevos locales se están realizando bajo las nuevas denominaciones.

La empresa ha definido como estrategia que todos sus locales sean ocupados bajo la modalidad de arriendos de largo plazo, en lugar de que sean de su propiedad. Esto le otorga mayor flexibilidad en la administración de sus puntos de venta, por ejemplo ante el mal rendimiento de uno de ellos, y el que los contratos sean de largo plazo permite diseñar una estrategia con un horizonte más amplio, evitando la pérdida de ubicaciones.

Activos y ventas

La distribución actual de los locales y ventas de **SdS** por región es la siguiente:

Antecedentes de los locales y ventas de SdS			
Región	Nº Locales	Superficie de Ventas (M ²)	Porcentaje de las ventas de SdS
V	4	3.022	2,3%
VI	3	2.026	0,8%
VII	4	4.040	2,8%
VIII	57	71.742	37,3%
IX	5	10.180	17,8%
XIV	8	14.516	10,0%
X	21	35.898	26,6%
XI	1	2.245	2,3%
TOTAL	103	143.667	100%

Las regiones en las que **SdS** tiene un mejor posicionamiento son la del Biobío, Araucanía y Valdivia-Los Lagos, en las cuales su participación de mercado aproximada es de 28%, 28% y 41%, respectivamente.

Como se indicó, las ventas de **SdS** corresponden en su gran mayoría a productos básicos como alimentación (62,4% del total), distintos tipos de bebidas alcohólicas y no alcohólicas (12%), artículos de aseo del hogar e higiene personal (12,6%). Sólo un 6,3% de las ventas de 2009 correspondió a artículos durables o de equipamiento del hogar. La distribución de ventas totales de 2009, por líneas de productos, fue como sigue:

Distribución de ventas por categoría, 2009



Propiedad y administración

Supermercados del Sur S.A. es una sociedad anónima cerrada constituida ante notario público el 28 de noviembre de 2007, originalmente bajo el nombre Omega S.A., cambiando a su actual denominación el seis de septiembre de 2010, ante notario.

El 81,3% de la propiedad de **SdS** es de Gestora Omega Limitada Holding y CPA, a su vez de propiedad del fondo Southern Cross III, administrado por la firma de capitales privados Southern Cross Group. Esta empresa además tiene inversiones a lo largo de América Latina, incluyendo México, Brasil y Argentina, entre otros. En Chile, en la actualidad participa de Campanario Generación S.A. (generación eléctrica), GasAtacama S.A. (generación de electricidad y distribución de gas natural), habiendo participado anteriormente de la propiedad de La Polar (multitiendas) y Essbío (sanitaria). El 18,7% restante de **SdS** pertenece a la familia Repetto, anteriores dueños de la cadena de supermercados Keymarket, quienes vendieron la propiedad de estos supermercados a sus actuales dueños.

Antecedentes de la industria de supermercados

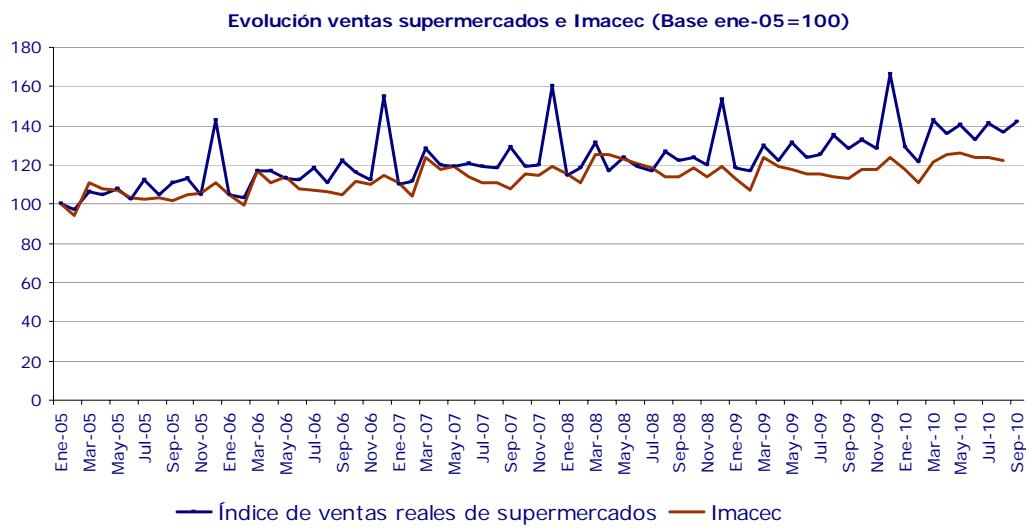
El rubro de supermercados en que participa **SdS** ha presentado un importante dinamismo en los últimos años en Chile, alcanzando ventas cercanas a los US\$ 11 mil millones en 2009. Los principales actores de este mercado corresponden a:

- D&S, empresa que encabeza este mercado, es controlada por la estadounidense Walmart desde inicios de 2009 y opera las marcas Líder, Ekono, y Acuenta, alcanzando una participación de mercado en torno al 34%. Posee 67 hipermercados (6.651 m² en promedio, cada uno), 49 supermercados (1.572 m² en promedio, cada uno), 112 tiendas de descuento y 26 de formato mayorista, y una superficie total de salas de ventas de 616 mil m².
- El segundo actor en términos de ventas es Cencosud, empresa chilena de *retail* multiformato, que participa en el área de supermercados con las marcas Santa Isabel (supermercados) y Jumbo (hipermecados), con cerca de un 30% de participación en supermercados, además de tener centros comerciales y tiendas por departamento y de mejoramiento de hogar. Tienen un total de 134 supermercados (1.410 m² por ubicación) y 27 hipermercados (7.889 m² por local), para un total de 402.016 m² de superficie.
- El tercer integrante del mercado es SMU, sociedad que compite a través de su marcas Unimarc (supermercados), Mayorista 10 (ventas al por mayor y por descuentos) y OK Market (tiendas de conveniencia), con cerca de 350 puntos de venta en total. Esta empresa inició en 2008 un proceso de expansión mediante adquisiciones, llegando a alrededor de un 20% del mercado, estando en la actualidad en un fuerte proceso de aperturas en todos sus formatos.
- **SdS** llega a un 7,3% del mercado, siendo por tanto el cuarto operador a nivel nacional de Chile.

- El quinto puesto corresponde a Falabella, con cerca de un 5% de las ventas mediante sus marcas Tottus y San Francisco. Posee 26 supermercados y 102.495 m² totales de superficie, para un promedio por tienda de 3.942 m².

El rubro de los supermercados ha experimentado un período de consolidación de marcas entre 2002 y 2009, con las grandes cadenas adquiriendo otras más pequeñas, con lo que los cinco actores antes descritos abarcan más del 90% de las ventas a nivel nacional. Adicionalmente, producto de la agudización de la competencia, dichas compañías han desarrollado planes de inversión que, de acuerdo a información aparecida en prensa, sobrepasarían los US\$ 2.000 millones en conjunto para los próximos cuatro años, lo que obliga a cada participante a continuar destinando recursos a estos fines para no perder participación de mercado.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del indicador de ventas reales de los supermercados, comparada con la evolución del indicador Imacec, que mide mensualmente la actividad real de toda la economía chilena. Destaca el fuerte dinamismo que ha mostrado el sector en el año 2010, con tasas de crecimiento reales anuales que en varios meses han superado el 10%:



Paralelamente, las empresas se encuentran desarrollando nuevos formatos, destacando entre las nuevas modalidades de venta las tiendas de conveniencia (locales parecidos a almacenes que ofrecen productos de alimentación, confites, cigarrillos y productos básicos para el hogar, como limpieza, aunque con una variedad limitada, a precios mayores que supermercados y abriendo en muchos casos durante la noche) y los locales de descuento tanto a minoristas como a mayoristas. En este último caso, existen competidores como Alvi, Mayorista 10 y Adelco.

Endeudamiento financiero

En la actualidad la deuda financiera de **SdS** corresponde a un crédito sindicado contratado para la adquisición de las cadenas de supermercados. Al 30 de junio de 2010, bajo la modalidad PCGA de Chile, la deuda financiera ascendía a \$ 96.924 millones, un 96% de los cuales correspondía a la porción situada en el largo plazo. El total de esta deuda está denominada en Unidades de Fomento.

Cabe destacar que bajo las normas contables IFRS, la deuda financiera del balance a junio de 2010 correspondía a \$ 159.444 millones. La diferencia con la deuda financiera registrada bajo las normas contables chilenas proviene de la siguiente consideración: dado que, de acuerdo a su política, **SdS** ha establecido contratos de arriendo de locales de largo plazo, IFRS obliga a registrar como pasivo financiero la parte de ellos que puede imputarse al arriendo de la estructura móvil o de menor vida útil, no así las construcciones estructurales de los locales. En el primer caso, esta consideración obliga también a realizar un aumento en la valorización de los activos, proporción que se va depreciando junto con el resto de las instalaciones depreciables. En cambio, el arriendo atribuible a las construcciones "estructurales" va directamente como gasto financiero.

Adicionalmente, aunque no devenga intereses, la deuda con los ex dueños de las cadenas (cercana a los \$ 10.937 millones) también es considerada dentro de la deuda financiera bajo IFRS.

Para sus análisis, **Humphreys** no consideró dentro de la deuda financiera la parte proveniente de los arriendos; no obstante, el pago de este último ítem se consideró para la determinación del EBITDA y del flujo de caja de la compañía.

SdS inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros dos líneas de bonos, una a diez años y la otra a 30 años. La empresa ha contemplado colocar bonos a cinco años, bajo la modalidad *bullet*, por UF 2 millones, y 3,3 millones a 18 años, también bajo la modalidad *bullet*. Las líneas inscritas contemplan que las emisiones puedan realizarse en UF, pesos nominales o en dólares.

Al 30 de junio de 2010 la deuda financiera bajo IFRS tenía la siguiente composición:

Composición de deuda financiera SdS, junio de 2010, IFRS. M\$	
Obligaciones con bancos e instituciones financieras I/p (por c/p)	4.124.428
Acreedores varios largo plazo (porción CP de pagos a ex-dueños de cadenas)	7.139.440
Arriendos de largo plazo (porción CP)	2.459.926
Provisiones de SWAP	2.197.514
Pasivos financieros corrientes	15.921.308
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	90.402.576
Acreedores varios (porción LP de pagos a ex-dueños de cadenas)	3.797.688
Arriendos de largo plazo	65.243.711
Pasivos financieros no corrientes	159.443.975
Total deuda financiera	175.365.283

Los indicadores descritos a continuación se establecieron como *covenants* generales de las líneas, lo que no impide la existencia de otros resguardos para las futuras series que sean colocadas:

- Endeudamiento financiero neto: no superior a 1,3 veces. A junio de 2010 este indicador llegaba a 0,67 veces.
- Cobertura de gastos financieros (EBITDA sobre gastos financieros), calculado para un año móvil (últimos cuatro trimestres al período de cálculo): entre diciembre de 2010 y junio de 2011, no inferior a 2,2 veces, y posteriormente, no inferior a 2,5 veces. A junio de 2010, el indicador alcanzaba las 2,47 veces, calculado bajo PCGA.

"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"