



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

A n a l i s t a

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

[carlos.ebersperger@humphreys.cl](mailto:carlos.ebersperger@humphreys.cl)

## Sodimac S.A.

Agosto 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de Riesgo y Contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos Efectos de Comercio Tendencia	AA Nivel 1+/AA Estable
Otros Instrumentos	No Hay
EEFF base	30 de marzo de 2010

EERR Consolidado, NCCh					
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Ingreso Operacional	777.728.545	878.544.446	1.034.808.722	1.119.515.397	1.067.277.502
Costo de Explotación	-580.526.015	-643.999.014	-757.576.611	-823.808.756	-774.518.709
Gasto Administración y Venta	-157.283.193	-181.083.183	-218.596.540	-240.578.592	-241.657.963
Resultado Operacional	39.919.337	53.462.249	58.635.571	55.128.048	51.100.830
Resultado no Operacional	-8.276.710	-1.709.272	-4.961.778	-3.587.125	-9.759.190
<b>Gastos Financieros</b>	-5.838.414	-3.463.671	-3.105.138	-4.789.742	-6.250.062
<b>Utilidad Neta</b>	33.581.325	47.271.848	48.628.510	41.149.498	33.777.229
<b>EBITDA</b>	45.653.242	62.002.221	69.450.536	70.274.568	69.552.155
Balance General Consolidado, NCCh					
MM\$ a Marzo de 2010	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Activo Circulante	222.733.737	261.107.754	318.731.565	360.529.066	348.646.521
Activo Fijo	30.431.613	52.122.058	69.564.993	121.441.110	114.368.428
Otros Activos	126.648.534	72.280.827	83.423.398	46.564.039	47.123.030
<b>Total Activos</b>	379.813.883	385.510.640	471.719.956	528.534.215	510.137.979
Pasivo Circulante	161.273.673	181.537.064	239.148.660	239.046.766	157.661.480
Pasivo Largo Plazo	25.195.635	27.770.072	25.965.368	59.114.371	96.168.875
Deuda Financiera Total	57.349.205	60.743.883	94.437.312	128.262.088	100.417.333
Interés Minoritario	0	0	10.171.793	11.833.558	11.455.230
Patrimonio	193.344.575	176.203.504	196.434.136	218.539.520	244.852.394
<b>Total Pasivos</b>	379.813.883	385.510.640	471.719.956	528.534.215	510.137.979

<b>EERR Consolidado IFRS</b>		
<b>MM\$ a Marzo de 2010</b>	<b>Ene-Mar 09</b>	<b>Ene-Mar 10</b>
Ingresos de Actividades Ordinarias	281.742.797	300.750.720
Costo de Ventas	-208.300.777	-217.118.682
Gasto Administración y Venta	-59.493.535	-59.628.643
Resultado Operacional	13.948.485	24.003.395
Gastos Financieros	-2.258.467	-1.510.814
Utilidad Neta	13.227.159	15.456.652
EBITDA	18.821.016	28.623.507
<b>Balance General Consolidado, IFRS</b>		
<b>MM\$ a Marzo de 2010</b>	<b>Dic-09</b>	<b>Mar-10</b>
Activos Corrientes	335.277.676	379.369.639
Activos No Corrientes	178.731.135	174.346.449
Total Activos	514.008.811	553.716.088
Pasivos Corrientes	172.475.547	200.926.753
Pasivos No Corrientes	98.350.652	97.315.494
Total Pasivos	270.826.199	298.242.247
Deuda Financiera Total	100.358.237	103.884.328
Patrimonio	243.182.612	255.473.841
Total Pasivos y Patrimonio	514.008.811	553.716.088
Activos Corrientes	335.277.676	379.369.639

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

**Sodimac S.A.** es una empresa que se dedica a la intermediación de artículos de construcción y mejoramiento del hogar. Sus operaciones se orientan a tres segmentos de negocios: el retail, las pequeñas y medianas empresas (pymes) del área construcción y las grandes constructoras. La venta al detalle, a hogares en su mayoría, representa la principal fuente de ingresos y márgenes para la compañía. Es importante mencionar que si bien existen tiendas con la marca Sodimac en Perú, Argentina y Colombia, dichas empresas no consolidan con **Sodimac Chile S.A.**, por lo cual no influyen en el análisis financiero realizado al emisor.

La empresa posee 68 puntos de ventas distribuidos a lo largo de Chile, y según la información de 2009, generó ingresos anuales del orden de los US\$ 2.100 millones y un EBITDA en torno a los US\$ 137 millones. Su deuda financiera a marzo de 2010 ascendía a US\$ 198 millones para un patrimonio contable de US\$ 487 millones.

Entre las principales fortalezas de Sodimac S.A. que la clasificación reconoce destaca su sólido y claro liderazgo dentro del mercado chileno, sustentado en un fuerte reconocimiento de las marcas Sodimac y Homecenter y en una adecuada cobertura, tanto en términos de número de puntos de venta como del mix de productos ofrecidos a los consumidores. En opinión de Humphreys, se estima muy poco probable que en el mediano plazo el emisor pierda el liderazgo que ostenta dentro de su industria.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son el respaldo de S.A.C.I Falabella como controlador de la compañía, que se ubica dentro de las empresas del retail más importantes de Sudamérica, y el exitoso desarrollo de la estrategia de negocios de Sodimac. También incorpora como elemento positivo la participación de la sociedad en Imperial, empresa de larga trayectoria en el sector y con una importante presencia en un segmento de mercado de mayor especialización (mayoristas y mueblistas), lo que permite al emisor diversificar y ampliar sus ingresos y consolidar un mayor liderazgo en el sector.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra acotada por la posibilidad de intensificación en la competencia directa e indirecta, por la eventual entrada de nuevos operadores internacionales y por la posibilidad de procesos de desintermediación en la compra, esto último ligado especialmente al negocio de Pymes y grandes constructoras.

Otro factor de riesgo propio del sector es la sensibilidad de su demanda a períodos económicos contractivos, en especial de aquellos segmentos fuertemente ligados a la construcción, actividad fuertemente pro-cíclica y que por tanto experimenta fuertes descensos en épocas recesivas. Asimismo, el rubro de venta al detalle, orientado al mercado familiar, también se ve resentido en tales períodos, básicamente por tratarse de productos que no son de primera necesidad.

La perspectiva de la clasificación se califica como “Estable”, puesto que en el mediano plazo, en opinión de Humphreys, no se visualizan cambios relevantes en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que el mix de productos ofrecidos por la sociedad redujera en forma significativa su exposición a períodos recesivos o, en su defecto, si hubiese una disminución importante y sostenida en el tiempo en los pasivos financieros de la sociedad (medido en relación con su capacidad de generación de flujos en el largo plazo).

Para la mantención de la clasificación de bonos es necesario que la empresa, además de no alterar en forma significativa su endeudamiento relativo, lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acordes con los nuevos riesgos que se asuman.

## Definición de Categorías de Riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.

## Oportunidades y fortalezas

**Posición de mercado y reconocimiento de marca:** La compañía presenta un claro liderazgo en el mercado chileno, con una participación del 23,1%. Este liderazgo se vio reforzado por la adquisición del 60% de la cadena Imperial, que agrega un 2,3% de participación de mercado (incluido en el 23,1%). Para alcanzar este logro han sido de gran importancia las marcas “Constructor” y “Sodimac”, las que se encuentran muy posicionadas en sus respectivos nichos y son reconocidas por los consumidores, quienes asocian fuertemente el término genérico de la categoría “homecenter” a **Sodimac**.

**Adecuada cobertura de ventas:** A julio de 2010 Sodimac cuenta en Chile con 43 tiendas “Homecenter” destinadas al segmento de mejoramiento del hogar, más de la mitad de ellas están ubicadas en regiones. Además, tiene trece tiendas “Sodimac Constructor”, las que atienden a contratistas, constructores y pequeñas empresas. Por último, están las oficinas dedicadas exclusivamente a la atención de grandes clientes. Imperial, por su parte, cuenta con nueve tiendas (seis de ellas en la Región Metropolitana).

**Respaldo de S.A.C.I. Falabella:** El impacto de Falabella en Sodimac se da por la experiencia en *retail* del primero y por los aportes de las ventas a crédito mediante la tarjeta de crédito CMR de Falabella en locales de **Sodimac**. El controlador de la sociedad conforma un grupo económico con presencia internacional y con amplia trayectoria y prestigio a nivel nacional. S.A.C.I. Falabella es el segundo operador de *retail* de Chile en términos de ventas, cuenta con inversiones en Perú, Argentina y Colombia, y sus operaciones incluyen ventas en tiendas por departamento, supermercados, corretaje de seguros, agencia de viajes, servicios financieros e inversiones inmobiliarias y manufactureras. A su vez, el uso de la tarjeta comercial CMR de Falabella -fuertemente posicionada entre los consumidores- en las tiendas **Sodimac** incentiva la compra, lo que no es un factor menor si se considera que un 28,7% de las ventas a personas del año 2009 se realizó a través de la tarjeta CMR.

**Escala:** si bien Sodimac Chile no consolida las operaciones que esta misma marca posee en Argentina, Perú y Colombia, sí sucede que, por formar parte todas ellas de S.A.C.I. Falabella, en la práctica muchas de las adquisiciones de productos para la venta se realizan de forma conjunta para los cuatro países, lo que permite aumentar los volúmenes de compra y con ello acceder a mejores descuentos con los proveedores, lo que le permite ya sea mejorar los márgenes o simplemente ofrecer precios más competitivos a los clientes.

## Factores de riesgo

**Demanda sensible a los ciclos:** La demanda de la industria está fuertemente ligada a la actividad del sector construcción, rubro que se caracteriza por una alta volatilidad ante los ciclos económicos. Por otra parte, las ventas al detalle, orientadas al mercado de personas, se ven resentidas en períodos recesivos y/o de alta inflación, en especial cuando se trata de productos prescindibles y/o durables. Sin embargo, hay que mencionar que el impacto de las crisis del sector construcción se ve mitigado en parte por el negocio de venta al detalle, lo que diversifica en cierta medida el riesgo de la compañía. La volatilidad de la actividad se refleja en la caída en las ventas del año 2009 y en la baja de 5,2% del producto interno bruto (PIB) del sector construcción en contraste de las reducción de 1,5% experimentada por el total del PIB nacional de Chile.

**Intensificación de la competencia directa e indirecta:** Si bien **Sodimac** posee un marcado liderazgo en su sector, este rubro no se caracteriza aún por estar demasiado concentrado, por lo que existe la probabilidad no menor, en opinión de **Humphreys**, de que el escenario competitivo se vea intensificado. En este contexto se puede mencionar las asociaciones de ferreterías MTS (ahora más debilitada luego de la compra de Imperial por parte de **Sodimac**) y Chilemat, formadas con el fin de competir de mejor manera con las grandes cadenas y que cuentan con más de 100 asociados cada una. Adicionalmente, existen competidores directos en el área de materiales de construcción (Construmart) y de mejoramiento de hogar (Easy, de Cencosud). Por otro lado, el desarrollo tecnológico, específicamente la masificación del uso de Internet en el comercio, podría llevar a un proceso acelerado de desintermediación en el mercado de bienes transables, impactando negativamente a **Sodimac**, en particular en lo relativo al segmento de empresas.

En el contexto competitivo del sector de mejoramiento del hogar, también existen actores mixtos que se deben considerar, como las tiendas por departamento y las grandes cadenas de supermercados, que ofrecen parte del *mix* de productos de **Sodimac**.

**Entrada de nuevos operadores internacionales:** En línea con lo expuesto en el punto anterior, no se debe descartar que a futuro operadores extranjeros intenten llegar al mercado local, lo que podría afectar la participación de **Sodimac**. Como atenuante, cabe recordar que hace algunos años ingresó al país Home Depot, la empresa más grande de mejoramiento del hogar en Estados Unidos, pero al poco tiempo decidió retirarse del mercado, no generando entonces mayores dificultades a **Sodimac**.

## Hechos recientes

La sociedad presenta sus estados financieros bajo la modalidad pro forma desde diciembre de 2009, y exclusivamente bajo IFRS desde el primer trimestre de 2010. Para mejor comparación, se ha utilizado esta última norma contable sólo desde el primer trimestre de 2010.

Durante 2009 los ingresos de explotación de **Sodimac** cayeron un 4,7%, como resultado de la contracción del sector construcción y, en menor medida, de las ventas de mejoramiento del hogar, producto de la crisis económica mundial, alcanzando \$ 1.067.278 millones (US\$ 2.035 millones). El área más afectada fue la de materiales de construcción, puesto que las ventas del segmento mejoramiento del hogar se mantuvieron estables. Los costos de explotación cayeron más intensamente (un 6%) por efecto del menor tipo de cambio, llegando a \$ 774.519 millones (US\$ 1.477 millones), con lo cual se observó una mejora en el margen de explotación sobre ingresos, desde un 26,4% hasta el 27,4%. El alza de 0,4% real de los gastos de administración y ventas (que llegaron a \$ 241.658 millones, US\$ 461 millones), originada en la apertura de tiendas y nuevos centros de distribución, provocó que el resultado operacional fuera un 4,8% de los ingresos, menor que el 4,8% de diciembre de 2009, y cayendo un 7,3% en términos absolutos, hasta \$ 51.101 millones (US\$ 97 millones).

El resultado no operacional pasó de \$ -3.587 millones a una pérdida de \$ 9.759 millones, explicada por el efecto negativo de la corrección monetaria, puesto que en 2008 alcanzó una ganancia de \$ 2.655 millones, mientras que la pérdida de 2009 ascendió a \$ 4.596 millones.

Como consecuencia de todo lo anterior, la utilidad del ejercicio de 2009 fue de \$ 33.709 millones (US\$ 64,4 millones), un 17,9% por debajo de 2008. En tanto, el EBITDA del año fue de \$ 69.552 (US\$ 132,6 millones), sólo un 1% inferior al de 2008.

Durante el primer trimestre de 2010, ya bajo el esquema contable IFRS, los ingresos de **Sodimac** evidenciaron la recuperación de la economía chilena y el mayor gasto de las personas en reponer bienes (como consecuencia del terremoto de febrero pasado, expansión que continúa en el segundo trimestre), llegando así a \$ 300.751 millones (US\$ 573 millones), un crecimiento real de 6,7% respecto de igual lapso de 2009. Los costos de explotación se incrementaron un 4,2%, hasta \$ 217.119 millones (US\$ 414 millones), con lo que mejoró el margen de explotación como proporción de los ingresos hasta un 27,8% (26,1% anteriormente), alza que se debe tanto a un menor tipo de cambio como a una mayor proporción de ventas de mejoramiento del hogar (con más margen). Los gastos de administración y ventas, por su parte, variaron sólo un 0,2%, con lo que el resultado operacional representó un 8% de los ingresos (5% el primer trimestre de 2009), siendo en términos absolutos de \$ 24 mil millones (US\$ 45,8 millones, incremento de 72%), lo que es en parte reflejo de la implementación de un plan de control de gastos.

En términos no operacionales, destaca la rebaja de 33% en los costos financieros, que llegan a \$ 1.511 millones, tanto por el menor nivel de deuda como por las menores tasas de interés reinantes en el mercado. La compañía tuvo una pérdida por diferencias de cambio y unidades de reajuste por \$ 766 millones, en contraste con la ganancia por ambos ítems de \$ 3.968 del primer trimestre de 2009.

El resultado del ejercicio del primer trimestre de 2010 alcanzó los \$ 15.457 millones (US\$ 29,5 millones), lo que es un 16,9% superior a igual lapso de 2009, pese a los peores componentes no operacionales, y sustentado en la mejor actividad del trimestre, lo que además se tradujo en que el EBITDA se incrementara en un 52,1%.

A mediados de 2009 inició su funcionamiento el centro de distribución de Lo Espejo, en Santiago, cuyo objetivo es mejorar la logística de la empresa, centralizar la distribución hacia las tiendas y apoyar las ventas por internet.

A raíz del terremoto del 27 de febrero pasado, dos tiendas de **Sodimac** en la VIII región sufrieron daños mayores, las que continuaron funcionando mediante la instalación momentánea de carpas. **Sodimac** posee seguros que la protegen la pérdida de existencias y los daños a sus tiendas, por lo que los daños causados por el terremoto se encuentran adecuadamente cubiertos.

El 30 de junio recién pasado la empresa anunció que el 15 de octubre de 2010 procederá a rescatar la serie C de bonos, cuyo vencimiento estaba previsto para abril de 2022.



## Antecedentes generales

### Historia

**Sodimac** inició sus actividades en 1952 como una cooperativa abastecedora de empresas constructoras con una red desde Arica a Chiloé. En 1982, Empresas Dersa adquirió los activos de la cooperativa Sodimac y constituyó la sociedad Sodimac. Con el objetivo de reducir la dependencia de los ciclos de la construcción, en 1988 se introdujo el formato de venta al detalle “Homecenter Sodimac”, que apunta al segmento de mejoramiento, reparación y decoración del hogar.

En 1992 se inició el desarrollo del formato “Sodimac Constructor”, destinado especialmente a los contratistas, constructores independientes y pequeñas empresas del rubro. En 1994 se inauguró la primera tienda en Colombia. En 2000 comenzó un nuevo formato de tiendas, “Súper Sodimac”, que reúne en un sólo lugar las tiendas destinadas a atender a los distintos segmentos atendidos por Sodimac. En 2001 comenzó a operar el sitio *web* de Sodimac.

En octubre de 2003 se produjo la incorporación de Sodimac S.A. como filial de S.A.C.I. Falabella mediante fusión de ambas, iniciándose el proceso de integración con la cadena Homestore S.A. (de Falabella), que culminó en abril de 2004. En este año también se efectuó el ingreso de la marca Sodimac a Perú.

En 2007 Sodimac compró el 60% de la cadena de ferreterías Imperial S.A.

Finalmente, cabe destacar que en 2008 el grupo Falabella ingresó al mercado argentino a través de la apertura de su primera tienda en Buenos Aires (bajo el alero organizacional y patrimonial de Falabella, sin efecto sobre los resultados de Sodimac Chile).

## Propiedad

La propiedad de la compañía recae en un 100% en S.A.C.I. Falabella a través de las sociedades Home Trading S.A. e Inversiones Parmin SPA. Falabella es un grupo ligado a las familias Solari y Del Río, y actualmente es la segunda cadena de *retail* chilena en términos de ingresos generados en el país.

En términos consolidados, Falabella registró ingresos por US\$ 6.950 millones y un EBITDA de US\$ 910 millones en 2009. Falabella cuenta con presencia internacional a través de tiendas por departamento, centros comerciales, supermercados y tiendas de mejoramiento del hogar, estas últimas ubicadas en Perú, Colombia y Argentina. La composición societaria actual de la propiedad de **Sodimac Chile** es la siguiente:

Nombre de Accionistas	Nº de acciones pagadas	Participación
Home Trading S.A.	22.902.758.544	100%
Inversiones Parmin SPA	252	0%
TOTAL	22.902.758.796	100%

El directorio de Sodimac Chile está conformado por las siguientes personas:

Nombre	Cargos
Juan Pablo del Río Goudie	Presidente
Carlos Heller Solari	Director
Juan Carlos Cortés Solari	Director
Nicolás Majluf Sapag	Director
José Luis del Río Goudie	Director
Juan Cúneo Solari	Director
María Karlezi Solari	Director
José Pablo Arellano	Director
Carlo Solari Donaggio	Director

## Distribución de los ingresos

**Sodimac** desarrolla su estrategia a través de tres unidades de negocio: la venta a empresas, Sodimac Constructor y la venta al detalle en las tiendas Homecenter. A esto hay que agregar la venta a distancia y la cadena de ferreterías Imperial. A julio de 2010 **Sodimac** cuenta con 68 tiendas, sumando los locales tipo "Homecenter", "Constructor" e Imperial.

En cuanto a participación de mercado, en 2009 **Sodimac** registró un 23,1% de participación, incluyendo todos sus formatos, siendo el líder indiscutido de la industria, en la cual su más cercano competidor posee menos del 6% del mercado<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Estimaciones de participación de mercado realizadas por **Sodimac**.

## Venta a empresas

Es la unidad de negocios dedicada a la venta a las grandes y medianas empresas del sector de la construcción y está dividida en los sectores geográficos norte, centro y sur. Estos clientes compran en grandes volúmenes, lo que permite a la empresa mejorar su posición negociadora con los proveedores. Actualmente esta área representa en torno a un 19% de las ventas de **Sodimac** en Chile (incluyendo Imperial), habiendo alcanzado en 2008 más de un 23% del total de ventas, lo cual se explica por la contracción experimentada por el rubro construcción producto de la crisis mundial.

## Sodimac Constructor

Con trece locales a lo largo de Chile, de los cuales cinco se ubican en la Región Metropolitana, es el área de negocios dedicada a atender a contratistas, constructores y pequeñas empresas del área de la construcción. Dentro de este segmento destaca la relación que se ha buscado construir con los clientes a través de iniciativas como el “Círculo de Especialistas” (CES), que cuenta con cerca de 150 mil socios. Dentro de este segmento son muy importantes la versatilidad y accesibilidad de los productos, así como la rapidez de la operación de compra.

## Tiendas Homecenter

El formato *homecenter* está orientado a las familias que buscan mejorar sus hogares. A julio de 2010 contaba con 43 tiendas a lo largo de Chile, quince de ellas ubicadas en la Región Metropolitana. En la actualidad **Sodimac** es el líder nacional en este formato, lo que se refleja en que el concepto *homecenter*, pese a ser un genérico, está muy asociado a la marca Sodimac.

## Venta a distancia

Esta área se ha consolidado como una herramienta de apoyo a todas las líneas de negocios de la empresa. Está dividida en tres ámbitos de acción: Internet, fonocompras y kioscos, estas últimas plataformas de Internet que se ubican en las mismas tiendas.

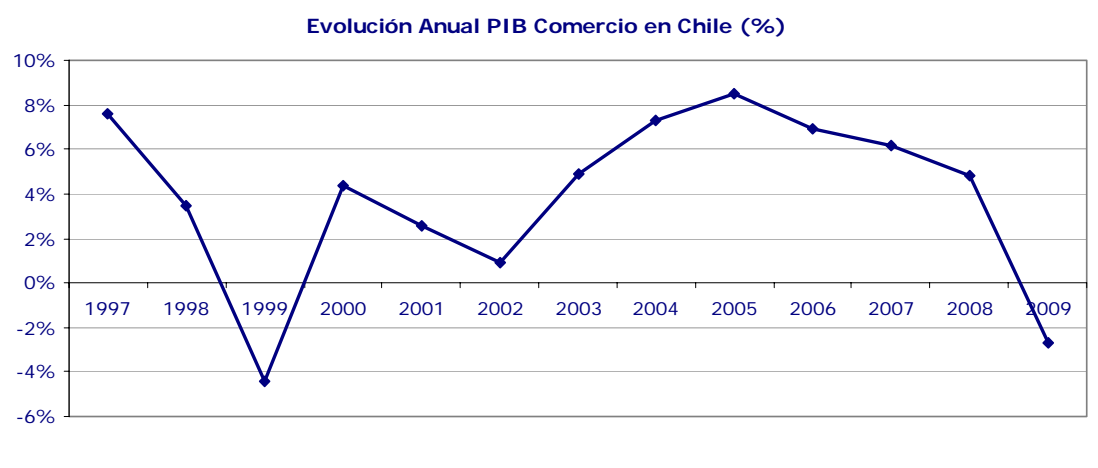
## Imperial

Imperial es un actor del mercado especializado en la atención a mayoristas. Esta cadena tiene un perfil distinto al de **Sodimac**, con un enfoque más de “nicho”, por lo tanto comercializa productos que muchas veces no se encuentran en su matriz, ya que responden a necesidades específicas de los compradores (en especial mueblistas, que concentran el 40% de sus ventas). La incorporación de esta cadena tuvo dos consecuencias importantes: el acceso a un mercado que **Sodimac** no estaba atendiendo completamente y el debilitamiento de la competencia, puesto que Imperial era uno de los integrantes más importantes dentro de la asociación de ferreterías MTS y es el segundo actor de mercado en cuanto a poder de compra a proveedores. A la fecha, Imperial cuenta con nueve tiendas, seis de ellas ubicadas en la Región Metropolitana.

## Antecedentes de la industria

En la industria de mejoramiento del hogar en Chile existen tres actores principales, entre los cuales **Sodimac** ocupa la primera posición con una participación de ventas en torno al 23,1%. Bastante más atrás le siguen Easy y Construmart.

En términos generales la industria en Chile posee una concentración moderada, con dos de los principales actores del mercado siendo parte de grupos de capitales nacionales con presencia en diversos negocios del *retail* (Falabella y Cencosud). En Chile el *retail* se encuentra mayoritariamente en manos de los grandes actores establecidos. Por ello, en términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto ligado al comercio. A continuación, se detalla la evolución del cambio porcentual:



## Fuentes de financiamiento

La principal necesidad de recursos de la sociedad está relacionada al financiamiento de inversiones. Si bien la empresa vende a crédito a través de la tarjeta CMR de Falabella, la administración y financiamiento de estas ventas se realiza de manera independiente a **Sodimac**, por parte de la matriz Falabella, por lo que **Sodimac** no requiere financiar las cuentas por cobrar.

El financiamiento principal de la empresa, además de su patrimonio, proviene de obligaciones con el público a través de la colocación de bonos, ya que representan un 85% de su deuda financiera, complementado con financiamiento bancario de corto plazo en un 68%. El principal banco acreedor, en términos de saldo adeudado al 31 de marzo de 2010, es el Banco de Chile, con el 57% del total. En términos de la relación entre corto y largo plazo de la deuda financiera total (bonos y bancos), a marzo de 2010, el 13% de la deuda es de corto plazo.

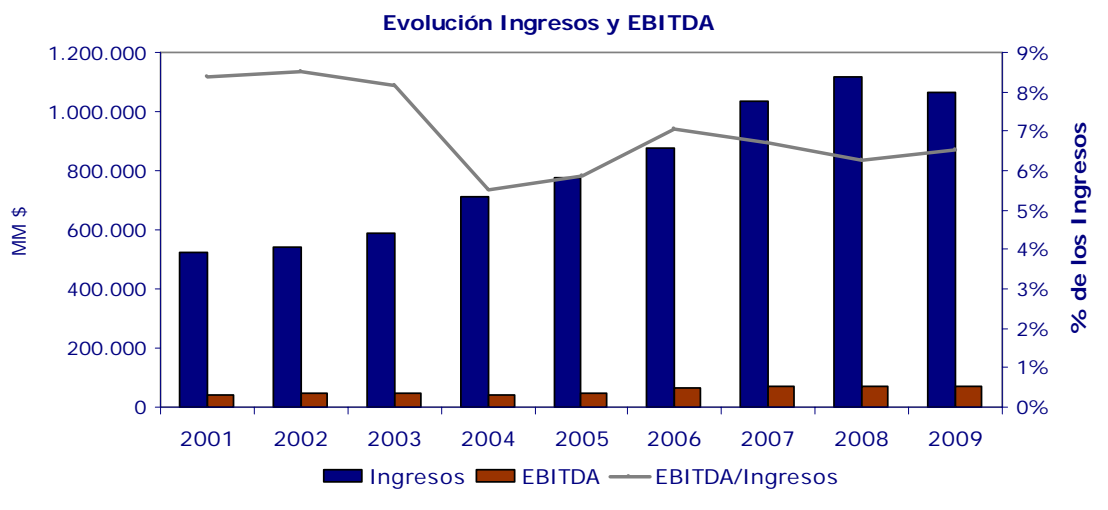
En términos del tipo de moneda en que está contraída la deuda financiera al 31 de marzo de 2010, un 53,3% se encontraba expresada en UF (en su gran mayoría bonos), un 37,3% en pesos (entre bonos y deuda bancaria), un 7,1% en dólares de Estados Unidos y poco más de un 2% en yenes y euros, correspondiendo la deuda en estas tres últimas monedas a cartas de crédito para el pago de importación de existencias. Cabe destacar que la empresa tiene contratados seguros para protegerse de las fluctuaciones en el tipo de cambio.

## Análisis Financiero

**Sodimac** presenta Estados Financieros Consolidados desde junio de 2007, donde se incluye la sociedad **Sodimac Cuatro S.A.**, que adquirió el 60% de las acciones de Imperial. Por tanto, todas las cifras, comparaciones y gráficos que siguen reflejan la comparación entre los estados consolidados desde junio de 2007 y los estados financieros individuales anteriores.

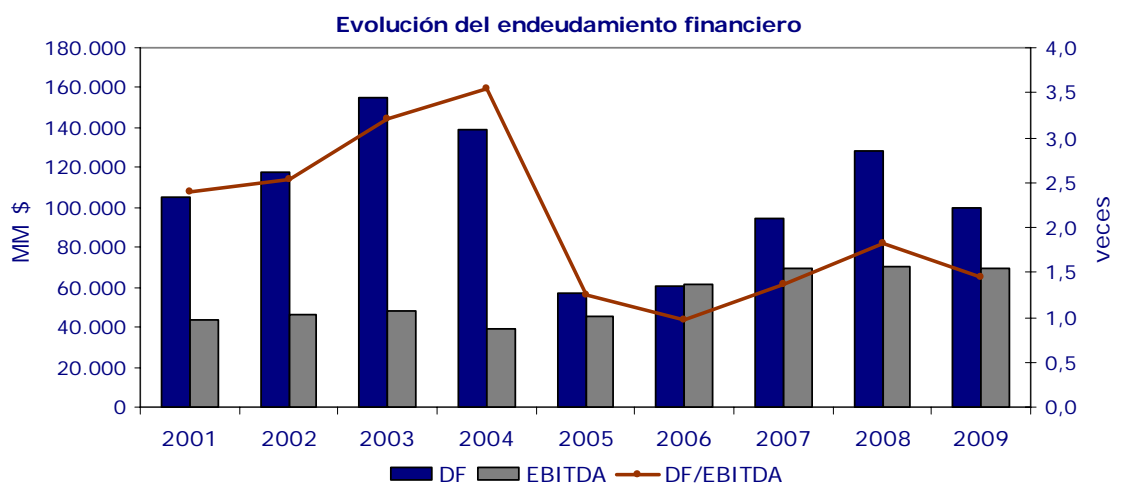
### Evolución de los ingresos y EBITDA

Como consecuencia de la expansión de la cadena a lo largo del país, los ingresos de **Sodimac** han presentado una evolución al alza desde 2001, alcanzando su máxima tasa de crecimiento en 2007, con la incorporación de Imperial S.A. La excepción la constituye 2009, con el impacto de la crisis en el sector construcción. Si bien el EBITDA alcanzaba más de un 8% de los ingresos hasta 2003, en los últimos años se ha estabilizado en torno al 6,5%. La disminución se debe tanto al menor margen de las ventas de la cadena Imperial, como a una competencia más agresiva en el rubro mejoramiento del hogar. Aun así, en términos absolutos, el EBITDA de la empresa ha tenido un comportamiento al alza en el período analizado, ubicándose en los últimos tres años en torno a los \$ 70 mil millones.

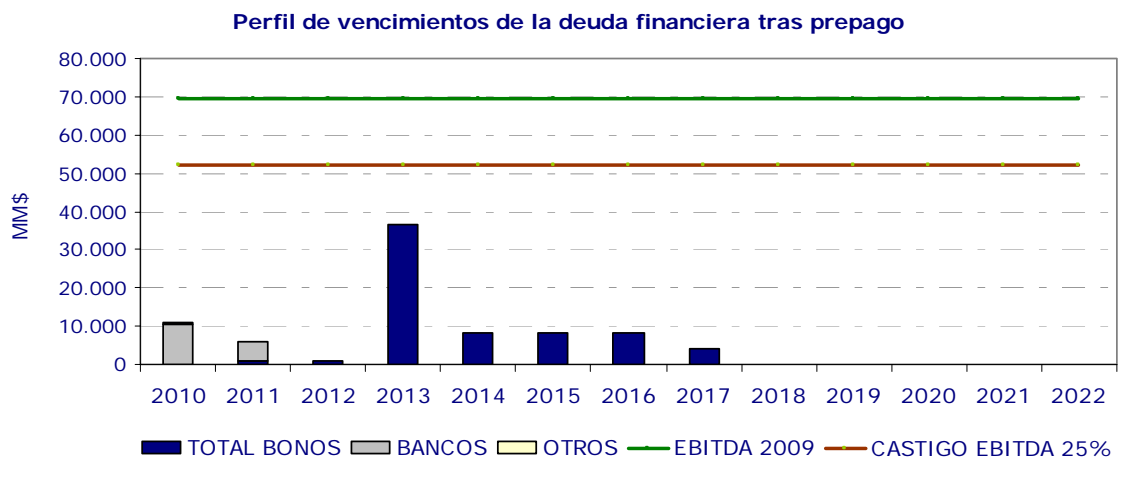


### Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La deuda financiera de **Sodimac** ha experimentado dos etapas bastante diferenciadas desde 2001: la primera es el período 2001-2004, cuando la deuda financiera total fue creciendo y la relación deuda financiera sobre EBITDA estuvo entre 2,5 y 3,5 veces. Desde 2005, con el pago de una importante proporción de la deuda bancaria, el indicador de endeudamiento relativo (o período de pago de la deuda) ha permanecido en un nivel inferior a dos veces, teniendo **Sodimac**, por tanto, una adecuada capacidad de pago de la deuda financiera, a juicio de **Humphreys**. Durante 2009 se produjo una reducción de 84% de la deuda con bancos producto en parte de la colocación de la serie F de bonos, por \$ 32 mil millones. A marzo de 2010 el total de deuda financiera alcanzaba a casi \$ 104 mil millones.

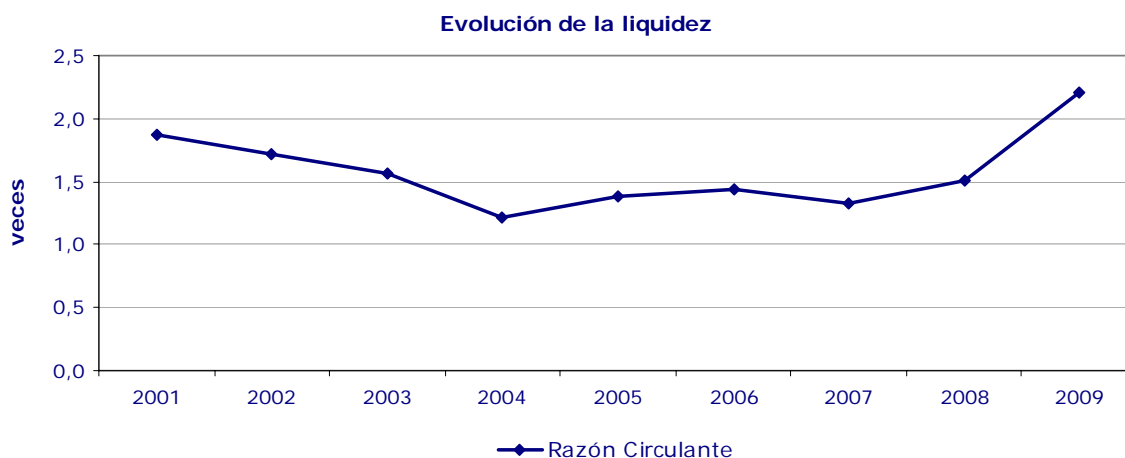


Por otra parte, la deuda financiera presenta un adecuado perfil de vencimientos anuales, puesto que si incluso se castiga el EBITDA de 2009 en un 25% (entre 2008 y 2009 el EBITDA se mantuvo bastante estable), el flujo resultante es siempre superior a los pagos anuales de la deuda<sup>2</sup>:



En términos de liquidez, medida a través de la razón circulante, la compañía siempre ha mantenido un indicador superior a una vez (lo que implica activos circulantes por sobre pasivos circulantes), aumentando entre diciembre de 2008 e igual mes de 2009 por efecto de la disminución de la deuda bancaria de corto plazo. Bajo el estándar contable IFRS, la razón circulante se ha mantenido bastante estable entre marzo de 2009 y marzo de 2010, alcanzando en este último mes un valor de 1,89 veces.

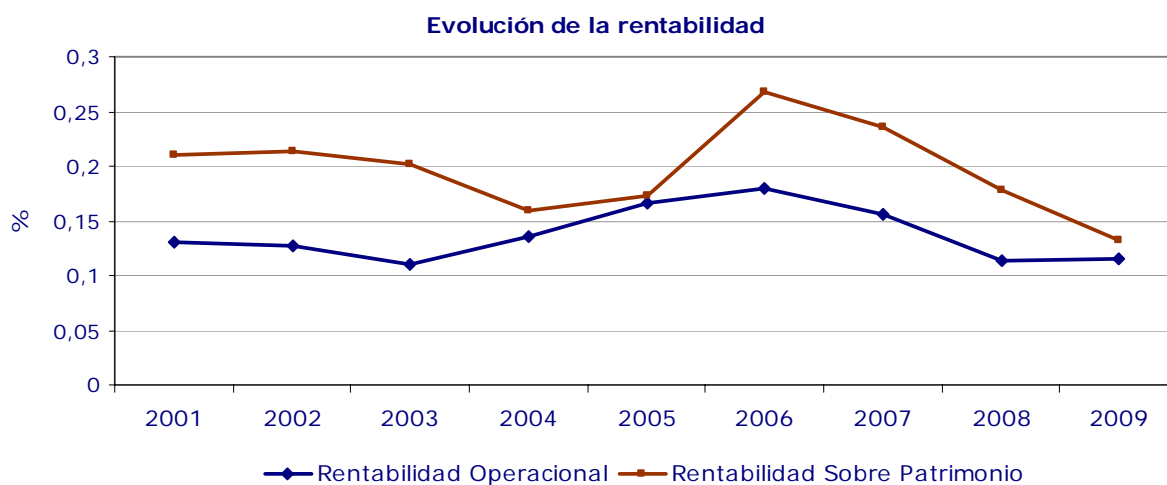
Respecto de los vencimientos de corto plazo, la empresa debe enfrentar compromisos financieros por un total cercano a los \$ 14.200 millones (incluyendo intereses), teniendo a marzo de 2010 \$ 74.600 millones en efectivo y equivalentes, por lo que incluso en caso de no renegociar parte de los vencimientos bancarios, está en buenas condiciones para afrontar sus pagos más inmediatos, incluyendo el pre-pago anunciado de los bonos de las series C1 y C2, por un total de poco más de \$24 mil millones.



<sup>2</sup> Este perfil de vencimientos no considera el prepago de bonos anunciado, por lo que el eventual perfil luego de ejecutada esta acción sería aun mejor en relación a sus flujos de caja.

### Evolución de la rentabilidad<sup>3</sup>

Operacionalmente, al menos desde 2001, la empresa siempre ha tenido resultados positivos, alcanzando un *peak* de 17,9% en 2006, para disminuir desde entonces, lo que tiene que ver -como se comentó anteriormente- con la mayor competencia en el rubro hogar y los menores márgenes del segmento al que atiende Imperial (mayoristas-construcción). La rentabilidad del patrimonio ha tenido un poco más de oscilaciones producto principalmente de los mayores cargos por corrección monetaria.



<sup>3</sup> Rentabilidad operacional=Resultado operacional sobre activos promedio; rentabilidad del patrimonio=utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedios.



## Instrumentos de Deuda

Actualmente **Sodimac** tiene los siguientes bonos, líneas de bonos y líneas de efectos de comercio inscritas y en el mercado:

### - Bono Series C1-C2

- Fecha colocación: Junio 2001
- Monto colocado: UF 1.200.000
- Tasa de carátula: 6,25%
- Vencimiento: Abril 2022

### - Línea de bonos

- N° y fecha de inscripción: 520, 14/12/07
- Plazo de la línea: 10 años

#### ▪ Primera Emisión (Serie E), sin colocar

- Plazo de vencimiento: 5 años
- Tasa de carátula: 3,00%

#### ▪ Segunda Emisión (Serie G), sin colocar

- Plazo de vencimiento: 21 años
- Tasa de carátula: 5,00% anual

### - Línea de bonos

- N° y fecha de inscripción: 521, 14/12/07
- Plazo de la línea: 10 años

#### ▪ Primera Emisión (Serie D)

- Fecha colocación: Diciembre 2007
- Monto colocado: UF 1.500.000
- Tasa de carátula: 2,50%
- Vencimiento: Diciembre 2012

#### ▪ Segunda Emisión (Serie F)

- Fecha colocación: Diciembre 2007
- Monto colocado: \$ 32.000 millones
- Tasa de carátula: 7,00% anual
- Vencimiento: Diciembre 2012

- **Líneas de Efectos de Comercio** (ambas sin colocaciones a la fecha)

- N° y fecha de inscripción: 039, 01/12/2008  
Monto UF 500
- N° y fecha de inscripción: 040, 01/12/2008  
Monto UF 750

**Covenants**

Los bonos emitidos por **Sodimac Chile** poseen distintos resguardos financieros. Nótese que éstos fueron establecidos bajo las normas contables chilenas, por lo que para el cálculo actual, bajo normativa IFRS, se realizan la mejor aproximación. El detalle es el siguiente:

Series C1 y C2:

- Endeudamiento (pasivos sobre patrimonio) no superior a 2,5 veces. A marzo de 2010 el valor alcanzado era de 1,17 veces.
- Endeudamiento ajustado: pasivos menos caja y equivalentes sobre patrimonio: no superior a 1,5 veces. A marzo de 2010 el valor alcanzado era de 0,93 veces.
- Cobertura de gastos financieros: gastos financieros sobre EBITDA no inferior a tres veces. A diciembre de 2009<sup>4</sup> el valor alcanzado era de 12,14 veces.

Series D y F:

- Endeudamiento financiero: deuda financiera menos caja y equivalentes, sobre patrimonio: no superior a 1,5 veces. A marzo de 2010 el valor alcanzado era de 0,17 veces.

*"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"*

<sup>4</sup> Dado que se requiere un año completo para el cálculo de este indicador, se usa la información financiera a diciembre de 2009, por no existir información para calcular el año móvil a marzo de 2010, como consecuencia del cambio a IFRS.