



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Supermercados del Sur S.A.

Julio 2011

Cambio de Clasificación

Analista
Carlos Ebensperger H.
Tel. 56 – 2 – 433 52 00
carlos.ebensperger@humphreys.cl

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
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
Bonos Tendencia	<i>"Categoría A-" En Observación</i>
Clasificación anterior Tendencia	<i>"Categoría A" En Observación</i>
Otros Instrumentos	<i>No hay</i>
EEFF base	31 de marzo de 2011

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de Bonos a 10 años Serie A Serie B Serie C Serie E	N° 649 de 20.12.2010 Primera emisión Primera emisión Primera emisión Segunda emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie D Serie F	N° 650 de 20.12.2010 Primera emisión Segunda emisión

Estado de Resultados Consolidado, IFRS

M\$ de marzo 2011	2010	Ene-Mar 2010	Ene-Mar 2011
Ingresos Ordinarios	426.594.524	110.085.139	103.731.414
Costo de Ventas	-319.527.067	-84.446.721	-76.623.216
Gastos de administración	-96.584.529	-22.305.435	-26.336.409
Resultado operacional	10.041.486	2.668.246	771.789
Gastos Financieros	-9.075.136	2.287.971	-2.681.712
Ganancia (Pérdida)	-122.800	1.732.283	-1.625.569
EBITDA	20.207.999	5.114.943	3.526.627

Balance General Consolidado, IFRS		
M\$ de Junio 2010	31-12-2010	31-03-2011
Activos corrientes	77.559.374	73.062.005
Activos no corrientes	316.228.217	319.316.197
Total de activos	393.787.591	392.378.202
Pasivos corrientes	105.022.004	86.833.783
Pasivos no corrientes	161.110.167	180.267.432
Total de pasivos	266.132.171	267.101.215
Patrimonio total	126.651.280	125.276.987
Total de patrimonio y pasivos	392.783.451	392.378.202
Deuda financiera ¹	113.460.266	128.354.737

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Supermercados del Sur S.A. (SdS) es una empresa del rubro supermercados controlada por el fondo de inversiones Southern Cross Group (SCG), que opera a través de las marcas Bigger y MaxiAhorro. La empresa fue conformada principalmente a partir de la adquisición de 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 109 locales que totalizan casi 150 mil m² de salas de venta.

Los supermercados regionales que conforman **SdS** presentaron en 2010 ventas consolidadas por US\$ 908² millones y un EBITDA de US\$ 43,2 millones. En el primer trimestre de 2011 las ventas fueron de US\$ 216,6 millones, el EBITDA de US\$ 7,4 millones y la deuda financiera llegaba a casi US\$ 268 millones.

La baja en la clasificación de riesgo de los instrumentos emitidos por **SdS** responde al retraso que ha experimentado el plan de inversión comprometido por la empresa y a las dificultades que ha enfrentado en la implementación de sus nuevos sistemas operativos, elementos que afectan negativamente la generación de caja del emisor. En particular, esto se traduce en una más lenta disminución del endeudamiento financiero relativo, el que alcanzaba a 6,9 veces³ al 31 de marzo de 2011 (5,9 veces neto de caja) y que debiera mejorar en la medida que el plan de eficiencia operacional y la consolidación de las cadenas adquiridas tomen más forma, lo que en parte se ha visto coartado, entre otros elementos, por problemas en la implementación de nuevos softwares. También debiera contribuir a aumentar la generación de caja el aporte que haga la apertura de nuevos puntos de venta según el plan de expansión diseñado por la compañía, lo que a la fecha, sin embargo, se vio retrasado por una serie de factores (demora en permisos y en construcción, etc.).

¹ La deuda financiera mostrada en esta tabla no incluye la cuenta "arriendos financieros", ya que corresponde a arriendos de largo plazo que IFRS obliga a registrar como financieros, en particular la proporción atribuible a la parte no estructural de los edificios.

² Cifras en dólares convertidas usando el tipo de cambio de cierre de cada período.

³ Deuda financiera (sin considerar arrendamientos financieros) / (EBITDA Ene-Mar 2011+EBITDA 2010-EBITDA Ene-Mar 2010).

Sin importar si los factores que afectan negativamente a la generación de flujos corresponden a temas internos o externos a la empresa, sí demuestran que los riesgos asociados a la consolidación de locales antiguos y a la construcción y habilitación de los supermercados nuevos son más intensos que los inicialmente previstos, recordando que la empresa busca aumentar en más de dos veces respecto de su tamaño inicial, en un período cercano a tres años, lo que implicaba una convergencia relativamente rápida hacia un menor endeudamiento relativo. Si bien parte de los problemas se encuentran solucionados (implementación de programas informáticos), en la práctica se debe reconocer que dichos eventos afectan la imagen de la empresa frente a sus clientes, mermando las ventas.

Si bien el plan de expansión que la empresa está ejecutando la llevará a una mayor escala y cobertura geográfica (pretende más que duplicar la superficie actual de ventas), toda la inversión orientada al plan de crecimiento, tal como los hechos lo han mostrado, conlleva riesgos, como el ingreso a zonas en las que su marca comercial (Bigger) no es conocida (Santiago principalmente), o un posible bajo rendimiento de algunos de los nuevos locales o de los puntos de venta que han sido remodelados.

Además, el emisor debe enfrentar la fuerte competencia existente en el sector supermercadista chileno, con tres cadenas de cobertura nacional que cuentan con buen respaldo financiero, además de la experiencia y la escala necesarias para poder sostener una reñida disputa de precios, así como agresivos planes de inversión. A esto se suma el hecho de que la menor diversificación geográfica coloca a **SdS** en situación de desventaja respecto a otras cadenas, situación que podría afectar parte de sus flujos si se producen recesiones de carácter local.

Cabe destacar que al momento de entregar la clasificación inicial de los bonos Humphreys puso "En Observación" la categoría de riesgo asignada, consignando en su informe que "(era) 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", dejando expresamente establecido que "la clasificación de riesgo de la compañía podría verse modificada en el corto plazo".

La menor velocidad de apertura de locales y la dilación en la normalización del sistema de información han implicado en el corto plazo, tal como lo ha reconocido la propia administración de la empresa, que no sea posible que en los estados financieros terminados al 30 de junio del año en curso se cumpla con la exigencia, establecida en un créditos sindicado, de mantener una relación "Deuda Financiera sobre EBITDA" no superior a tres veces. Adicionalmente, podría incumplirse la exigencia de mantener una "relación de cobertura de intereses" superior a dos veces.

En paralelo, la decisión de la clasificadora no es ajena a la oportunidad en que se materializan las inversiones; en este sentido, parte importante de las aperturas de puntos de ventas que estaban previstas para el 2011, en donde se prevé que la economía chilena crecerá sobre el 6%, serán postergadas para el 2012 en donde los expertos esperan una menor expansión del producto (cercano al 5%). Asimismo, considerando que actualmente el mercado de deuda no es propicio para el emisor, se agrega otro elemento que atenta contra la velocidad de ejecución de los proyectos, aumentando los niveles de incertidumbre respecto al entorno económico existente al momento en que éstos lleguen a término, variable relevante en cuanto al período requerido para alcanzar el punto de equilibrio.

Con todo, es importante destacar que la sociedad, para fortalecer su estructura patrimonial, anunció que realizará un aumento de capital, sin que se haya definido aún en términos de plazo y de monto.

Sin perjuicio de lo expuesto, las principales fortalezas que sustentan la clasificación de la empresa en "Categoría A-" son el fuerte posicionamiento de mercado que ostentan los supermercados de la empresa en el área geográfica donde operan, lo que reduce la exposición de **SdS** ante un incremento de la competencia por parte de los operadores nacionales. Además se destaca la menor volatilidad de los ingresos de la compañía en comparación a otros participes del *retail*, debido a que su mix de productos corresponde principalmente (96%) a alimentación y a otros productos de primera necesidad, sin ventas relevantes asociadas a productos non-food y durables (las que se ven más impactadas en escenarios de mayor estrés económico-financiero).

Humphreys también destaca positivamente las menores necesidades de capital de trabajo del emisor, en relación con otros *retailers*, como consecuencia de que no posee un negocio crediticio. También se reconoce la adecuada generación de caja de la empresa como porcentaje de los ingresos (EBITDA cercano al 5%), el apoyo del controlador SCG y la experiencia de los dueños en el sector retail, tanto a través de su controlador como del grupo gerencial y ejecutivo a cargo de la compañía. En este último aspecto, no obstante los problemas que han afectado la implementación de los sistemas de información, la clasificadora reconoce que la empresa se encuentra comprometida con el plan de eficiencia y mejoras logísticas que, aunque en un plazo superior al inicialmente estimado, debieran incrementar sus ratios financieros.

La perspectiva de la clasificación se mantiene "*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, que logre hacer frente de manera consistente al escenario competitivo y que el plan de inversión en apertura de locales no sufra retrasos relevantes y la implementación de nuevas prácticas tampoco sufra impedimentos que afecten materialmente la operación, de modo de que la mayor generación de caja producto de las nuevas aperturas programadas de locales permita reducir el nivel de endeudamiento relativo.

Hechos recientes

Acontecimientos recientes

El 12 de julio del presente año la empresa informó que su directorio acordó llamar a una junta Extraordinaria de accionistas dentro de 30 días desde tal fecha, con el objeto de proponer un aumento de capital tendiente a fortalecer a la compañía y así poder seguir desarrollando de mejor manera su plan de expansión, a la luz de problemas detectados en la implementación de *software*, aumento en los gastos y atrasos en la apertura de

nuevos locales. Asimismo, informó que al 30 de junio no cumpliría con ciertos *covenants* estipulados para un crédito sindicado adquirido por su filial Inversiones del Sur S.A.

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.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia "En Observación"

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

"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"