



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Clasificación de un Nuevo  
Instrumento**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

**SMU S.A.**

Julio 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	<b>BBB+</b> <b>Estable</b>
EEFF base	31 de marzo de 2019

Características de las líneas de Bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 y 30 años
Monto máximo	UF 3.000.000
Moneda de emisión	Pesos o UF.
Representante de Tenedores de Bonos	Banco BICE.
Uso de fondos	Refinanciamiento de vencimientos del Emisor o para el financiamiento de inversiones. El uso específico que el Emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicará en cada Escritura Complementaria.
<i>Covenants</i> financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nivel de Endeudamiento Financiero Neto menor o igual a 1,03 veces.</li> <li>- Nivel de Cobertura de Gastos Financieros mayor o igual a 2,5 veces.</li> </ul>
Prepago	Salvo que se indique lo contrario para una o más series en la respectiva Escritura Complementaria que establezca sus condiciones, el Emisor podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los Bonos que se emitan con cargo a esta Línea, a contar de la fecha que se indique en dichas Escrituras Complementarias para la respectiva serie.
Garantías	La Emisión no contempla garantías, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del Emisor.

Estados de resultados por función consolidados IFRS							
MM\$ de cada período	2014	2015	2016 (*)	2017(*)	2018	Ene-Mar 2018	Ene-Mar 2019
Ingresos de activ. ordinarias	2.201.661	2.330.601	2.221.869	2.257.558	2.295.415	551.190	568.717
Costo de ventas	-1.663.028	-1.735.200	-1.611.325	-1.620.100	-1.641.623	-395.470	-402.501
<b>Ganancia bruta</b>	<b>537.633</b>	<b>595.401</b>	<b>610.544</b>	<b>637.458</b>	<b>653.792</b>	<b>155.719</b>	<b>166.216</b>
Costos de distribución	-21.829	-20.314	-22.743	-24.678	-28.388	-5.991	-7.638
Gastos de administración	-512.035	-520.224	-507.786	-518.771	-522.850	-128.504	-132.481
<b>Resultado operacional</b>	<b>-3.770</b>	<b>54.864</b>	<b>80.016</b>	<b>94.009</b>	<b>102.554</b>	<b>21.224</b>	<b>26.097</b>
Gastos financieros	-70.101	-71.232	-72.152	-66.149	-56.051	-16.608	-12.010
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>-100.277</b>	<b>-37.236</b>	<b>12.210</b>	<b>27.637</b>	<b>33.033</b>	<b>5.001</b>	<b>7.740</b>
EBITDA	68.342	113.947	131.131	142.036	152.502	36.587	47.135

(\*) Debido a que se presentaba a Construmart como disponible para la venta, no son comparables con el resto de los períodos.

Estados de situación financiera clasificado consolidados IFRS						
MM\$ de cada período	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017(*)	Dic 2018	Mar 2019
Activos corrientes	386.770	348.540	371.393	495.421	372.241	353.071
Activos no corrientes	1.452.887	1.455.675	1.435.339	1.406.173	1.440.158	1.687.098
<b>Total activos</b>	<b>1.839.657</b>	<b>1.804.215</b>	<b>1.806.731</b>	<b>1.901.595</b>	<b>1.812.399</b>	<b>2.040.169</b>
Pasivos corrientes	652.124	591.258	630.207	570.711	541.987	540.781
Pasivos no corrientes	811.960	873.986	826.516	738.109	572.132	795.523
Total de pasivos	1.464.084	1.465.244	1.456.723	1.308.820	1.117.119	1.336.304
Patrimonio total	375.573	338.971	350.008	592.775	695.279	703.865
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>1.839.657</b>	<b>1.804.215</b>	<b>1.806.731</b>	<b>1.901.595</b>	<b>1.812.399</b>	<b>2.040.169</b>
Deuda financiera	935.497	883.556	862.048	797.413	664.103	910.199

(\*) Debido a que se presentaba a Construmart como disponible para la venta, no son comparables con el resto de los períodos.

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**SMU S.A. (SMU)** es una sociedad dedicada a la venta minorista y mayorista en Chile y Perú. En Chile, opera 506 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".

Durante 2018, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 3.304 millones<sup>1</sup> y un EBITDA de US\$ 220 millones. A esa fecha, los pasivos financieros ascendían a US\$ 956 millones. Al primer trimestre de 2019 los

<sup>1</sup> Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2018: \$ 694,77/US\$.

ingresos totalizaron US\$838 millones<sup>2</sup> y un EBITDA de US\$69,5 millones, en tanto que los pasivos financieros ascendieron a US\$1.341 millones<sup>3</sup>. De este modo, US\$ 698 millones responden a bonos, préstamos bancarios y otros pasivos financieros.

Los principales elementos que dan sustento a la clasificación de **SMU** en “*Categoría BBB+*” son su posición relevante en el mercado, con gran cobertura geográfica y una participación de mercado de aproximadamente 20,64%, la estrategia comercial implementada, la cual, en conjunto con el nivel de eficiencia operacional alcanzado, le ha permitido alcanzar una capacidad de generación de flujos satisfactoria. En efecto, el margen EBITDA registró un valor de 7,1% en los doce meses finalizados en marzo de 2019. Lo anterior es especialmente significativo dado el exigente escenario macroeconómico que ha exhibido la economía chilena, con la consiguiente debilidad en los registros de consumo presentados por la industria en que se inserta la emisora.

Adicionalmente, los impulsos comerciales y operativos, junto con los esfuerzos dirigidos a optimizar su estructura de financiamiento, permiten un nivel de deuda en niveles controlables. De esta manera, en los doce meses finalizados en marzo de 2019, la relación deuda financiera sobre EBITDA es de 5,6 veces, mientras que la relación deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>4</sup> es de 7,6 veces. Esta razón, sin embargo, se ve influida por el incremento de los pasivos financieros por \$ 255.245 millones producto de la aplicación de la NIIF 16. En caso de deducir este valor de la deuda financiera, los ratios DF/EBITDA alcanza a 4 veces, en tanto que la razón DF/FCLP registra un valor de 5,5 veces.

Por otro lado, la clasificación reconoce la fortaleza de la marca y la amplia cobertura geográfica de los locales de venta y su localización. 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* y, particularmente, en el rubro supermercado con énfasis en línea de alimentos. Asimismo, la diversificación geográfica de las ventas de la empresa disminuye su dependencia de la actividad económica de una región en particular. Además, la relevante participación dentro de su industria aumenta el valor de su marca y determina una mayor disposición de los accionistas para apoyar la compañía. Por otro lado, la administración ha logrado estabilizar la generación de caja en un entorno de bajo crecimiento del PIB lo que permite presumir que la importancia de la deuda debiera continuar reduciéndose, proceso que, en un escenario de mayor crecimiento futuro, podría incluso ser más rápido.

---

<sup>2</sup> Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2018: \$ 678,53/US\$.

<sup>3</sup> Los pasivos financieros se vieron incrementados en US\$376 millones por la aplicación de la NIIF 16, que significó contabilizar como pasivos (corrientes y no corrientes) los contratos de arriendos que al 31 de diciembre se contabilizaban como arriendos operativos.

<sup>4</sup> 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.

Asimismo, se destaca que la estrategia de la empresa en este segmento ha sido enfocarse, principalmente, en la oferta de alimentos perecibles,<sup>5</sup> cuyas ventas tienden a ser más estables ante variaciones del PIB del país, sobre todo si se las compara con las ventas de bienes 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.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación asignada a **SMU** se encuentra la elevada competencia del rubro *retail*, en particular de los supermercados, representada a través de empresas con gran experiencia y respaldo financiero (Walmart, Falabella, Cencosud), lo que presiona a las empresas para aumentar el número de locales o las obliga a disminuir márgenes para competir de mejor manera, de manera de conservar así su participación. Este factor también podría implicar destinar elevados montos a inversiones, las que no necesariamente alcanzarían la misma rentabilidad que los actuales activos operativos de la empresa.

La perspectiva de la clasificación es “*Estable*”, por cuanto no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo. No obstante, en caso de continuar las progresivas mejoras en la capacidad de generación de flujos, no se descartaría efectos positivos en la clasificación de riesgo si ello redundaría en una reducción del endeudamiento relativo. En este contexto, será importante analizar los resultados de las acciones tendiente a reconvertir los modelos de punto de ventas más productivos, de manera de disponer de locales más acordes con los hábitos de compra del público.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Amplia red de locales en todo el país con localizaciones privilegiadas.
- Marca consolidada en el mercado de supermercados.

#### Fortalezas complementarias

- Orientación al segmento de alimentos (menor volatilidad con ciclos económicos).
- Creciente capacidad de generación de flujos.
- Atomización de las ventas.

#### Fortalezas de apoyo

- Por sus niveles de compra, la emisora es un cliente relevante para sus proveedores.

#### Riesgos considerados

- Necesidad de crecimiento en las ventas.
- Alto endeudamiento (aun cuando se ha reducido respecto a períodos anteriores).
- Fuerte competencia al interior de la industria.

<sup>5</sup> De acuerdo a lo informado por la compañía, un 98% de los ingresos del segmento supermercados (es decir, excluyendo el segmento otros, correspondiente a las oficinas de soporte y ajustes de consolidación) proviene del rubro alimentos.

## Hechos recientes

### Resultados enero-diciembre 2018

En el período de doce meses terminado en diciembre de 2018, los ingresos ordinarios de **SMU** fueron de \$ 2.295.415 millones, aumentando 1,7% respecto de 2017. Las ventas de locales equivalentes (SSS) se incrementaron en 2,1% en el período enero-diciembre de 2018, superior al 1,7% registrado en 2017, en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 4,1% respecto de los niveles registrados en el año anterior, cerrando 2017 con un promedio de \$ 319 miles.

El costo de ventas del período creció 1,3% hasta \$ 1.641.623 millones. La menor expansión de los costos respecto de los ingresos implicó un incremento del margen bruto como proporción de los ingresos desde 28,2% en 2017, a 28,5% en 2018.

Los gastos de administración y costos de distribución crecieron 1,4%, llegando a \$ 551.239 millones, lo que determinó que el resultado operacional pasara de \$ 94.009 millones en 2017 a \$102.554 millones en 2018, esto es, un crecimiento de 9,1%. El EBITDA, por su parte, se incrementó en 7,4% llegando a \$152.502 millones.

Finalmente, la ganancia del período se incrementó 19,5%, hasta llegar a \$33.033 millones.

### Resultados enero-marzo 2019

En el primer trimestre de 2019 los ingresos de **SMU** fueron de \$ 568.717 millones, experimentando un alza de 0,5% respecto de igual período de 2018. Las ventas de locales equivalentes (SSS) crecieron en 0,6% en el período enero-marzo de 2019 (3,2% en el primer semestre de 2018), en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 5,2% respecto de los niveles registrados el primer trimestre de 2018, cerrando el primer trimestre de 2019 con un promedio de \$ 325 miles.

El costo de ventas del período decreció 0,6% hasta \$ 402.501 millones. De esta manera, el margen bruto se incrementó desde 28,5%, exhibido en el mismo período del año anterior, a 29,2% durante el primer trimestre del presente año.

Los gastos de administración y de distribución aumentaron en 2,7% totalizando \$ 140.119 millones. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional creció 5,3% a \$26.097 millones en el primer trimestre de 2019.

Concordante con esta mejora en la generación de flujos y la aplicación de la NIIF 16, el EBITDA subió un 28,8% a \$ 47.135 millones en enero-marzo de 2019.<sup>6</sup>

Finalmente, durante el primer trimestre de 2019 las ganancias registradas por **SMU** totalizaron \$ 7.740 millones, lo que significa un incremento de 1.564%, influido por la base de comparación ya que durante el

---

<sup>6</sup> En caso de eliminar el efecto de la NIIF 16, el EBITDA habría registrado una expansión de 3,4% respecto del mismo período del año anterior.

primer trimestre de 2018 se registraron eventos no recurrentes, tales como un plan de reestructuración y gastos financieros asociados al prepago de deuda, que disminuyeron la ganancia de ese período.<sup>7</sup>

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría BBB

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una capacidad de cumplimiento suficiente en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

*Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl) en la sección Clasificaciones/Corporaciones/Bonos.*

*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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>7</sup> En caso de eliminar el efecto de la NIIF 16, la ganancia habría registrado un incremento de 1.890% respecto del mismo período del año anterior.