



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

SMU S.A.

Septiembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia EEFF base	BBB+ Favorable
	30 de junio de 2019

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Serie X (BCSMU-X)	Nº 649 de 20.12.10
Serie Y (BCSMU-Y)	Segunda emisión
Serie Z (BCSMU-Z)	Segunda emisión
Línea de bonos Serie D (BSDSU-D)	Segunda emisión
Serie S (BCSMU-S)	Nº 650 de 20.12.10
Serie T (BCSMU-T)	Primera emisión
Serie U (BCSMU-U)	Primera emisión
Serie V (BCSMU-V)	Tercera emisión
Serie W (BCSMU-W)	Tercera emisión
Línea de bonos Serie G (BCSMU-G)	Tercera emisión
Serie K (BCSMU-K)	Cuarta emisión
Serie P (BCSMU-P)	Quinta emisión
Línea de bonos Serie B (BCSMU-B)	Nº 667 de 26.05.11
Línea de bonos Serie AA (BCSMU-AA)	Primera emisión
Serie AB (BCSMU-AB)	Nº 964 de 13.09.19
Línea de bonos Serie AC (BCSMU-AC)	Primera emisión

Estados de resultados por función consolidados IFRS							
MM\$ de cada período	2014 (*)	2015 (*)	2016	2017	2018	Ene-Junio 2018	Ene-Junio 2019 (**)
Ingresos de activ. ordinarias	2.201.661	2.330.601	2.221.869	2.257.558	2.295.415	1.121.441	1.127.685
Costo de ventas	-1.663.028	-1.735.200	-1.611.325	-1.620.100	-1.641.623	-802.176	-797.720
Ganancia bruta	537.633	595.401	610.544	637.458	653.792	319.265	329.965
Costos de distribución	-21.829	-20.314	-22.743	-24.678	-28.388	-13.583	-14.903
Gastos de administración	-512.035	-520.224	-507.786	-518.771	-522.850	-261.464	-268.189
Resultado operacional	-3.770	54.864	80.016	94.009	102.554	44.219	46.873
Gastos financieros	-70.101	-71.232	-72.152	-66.149	-56.051	-35.721	-24.555
Ganancia (pérdida)	-100.277	-37.236	12.210	27.637	33.033	14.777	13.846
EBITDA	68.342	113.947	131.131	142.036	152.502	69.450	89.648

(*) A partir de diciembre de 2016, la filial Construmart se presenta en el estado de resultados como operaciones discontinuadas. Por lo tanto, las cifras de períodos anteriores no son comparables.

(**) Debido a la implementación de NIIF 16, las cifras de 2019 no son comparables con las cifras de años anteriores.

Estados de situación financiera clasificado consolidados IFRS						
MM\$ de cada período	Dic 2014 (*)	Dic 2015 (*)	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Jun 2019 (**)
Activos corrientes	386.770	348.540	371.393	495.421	372.241	358.815
Activos no corrientes	1.452.887	1.455.675	1.435.339	1.406.173	1.440.158	1.713.639
Total activos	1.839.657	1.804.215	1.806.731	1.901.595	1.812.399	2.072.454
Pasivos corrientes	652.124	591.258	630.207	570.711	541.987	569.822
Pasivos no corrientes	811.960	873.986	826.516	738.109	572.132	793.164
Total de pasivos	1.464.084	1.465.244	1.456.723	1.308.820	1.117.119	1.362.986
Patrimonio total	375.573	338.971	350.008	592.775	695.279	709.468
Total patrimonio y pasivos	1.839.657	1.804.215	1.806.731	1.901.595	1.812.399	2.072.454
Deuda financiera	935.497	883.556	862.048	797.413	664.103	967.320

(*) A partir de marzo de 2017, la filial Construmart se presenta en el estado de situación financiera como operaciones mantenidas para la venta. Por lo tanto, las cifras de períodos anteriores no son comparables.

(**) Debido a la implementación de NIIF 16, las cifras de 2019 no son comparables con las cifras de años anteriores.

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 508 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 millones¹ y un EBITDA de US\$ 220 millones. A esa fecha, los pasivos financieros ascendían a US\$ 956 millones. Al primer semestre de 2019 los ingresos totalizaron US\$ 1.128 millones² y un EBITDA de US\$132 millones, en tanto que los pasivos financieros ascendieron a US\$1.424 millones³. De este modo, US\$ 514 millones responden a bonos, US\$ 153 millones a préstamos bancarios y US\$ 758 millones a obligaciones por derechos de uso.

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 20,4%, 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 ha crecido permanentemente, incluso en junio de 2019; no obstante, el escenario macroeconómico que ha exhibido la economía chilena, en particular la debilidad en los registros de consumo presentados por la industria en que se inserta la emisora.

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

² Tipo de cambio al 30 de junio de 2019: \$ 679,15/US\$.

³ 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.

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 junio de 2019, la relación deuda financiera sobre EBITDA es de 5,5 veces, mientras que la relación deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁴ es de 8,0 veces. Esta razón, sin embargo, se ve influida por el incremento de los pasivos financieros producto de la aplicación de la NIIF 16. En caso de deducir este valor de la deuda financiera, los ratios DF/EBITDA alcanza a 3,8 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.

Asimismo, se destaca que la estrategia de la empresa en este segmento ha sido enfocarse, principalmente, en la oferta de alimentos,⁵ 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 podría presionar 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 “*Favorable*”, por cuanto se reconoce la tendencia positiva que han experimentado los resultados e indicadores de endeudamiento del emisor, y un creciente acceso al mercado

⁴ 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.

⁵ De acuerdo a lo informado por la compañía, un 98% de los ingresos proviene del rubro alimentos.

financiero, que les ha permitido, por ejemplo, refinanciar pasivos y colocar deuda a plazos superiores a 20 años, lo cual si bien se ha reflejado en mejoras en la categoría de riesgo, se espera que continúen en el futuro, aunque de forma más ralentizada.

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.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Necesidad de crecimiento en las ventas.
- Fuerte competencia al interior de la industria.
- Presión al crecimiento.

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-junio 2019

En el primer semestre de 2019 los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.127.685 millones, experimentando un alza de 0,6% respecto de igual período de 2018. Las ventas de locales equivalentes (SSS) crecieron en 0,7% en el período enero-junio de 2019 (3,1% en el primer semestre de 2018), en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 5,4% respecto de los niveles registrados el primer semestre de 2018, cerrando el primer semestre de 2019 con un promedio de \$ 324 miles.

El costo de ventas del período decreció 0,6% hasta \$ 797.720 millones. De esta manera, el margen bruto se incrementó desde 28,5%, exhibido en el mismo período del año anterior, a 29,3% durante el primer semestre del presente año.

Los gastos de administración y de distribución aumentaron en 2,9% totalizando \$ 283.092 millones. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional creció 6% a \$46.873 millones en el primer semestre de 2019.

Concordante con esta mejora en la generación de flujos y la aplicación de la NIIF 16, el EBITDA subió un 29,1% a \$ 89.648 millones en enero-junio de 2019.⁶

Finalmente, durante el primer semestre de 2019 las ganancias registradas por **SMU** totalizaron \$ 13.846 millones, lo que significa una caída de 6,3% respecto al mismo período del año anterior.⁷

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 Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

⁶ En caso de eliminar el efecto de la NIIF 16, el EBITDA habría registrado una expansión de 2,3% respecto del mismo período del año anterior.

⁷ En caso de eliminar el efecto de la NIIF 16, la ganancia habría registrado un aumento de 1,3% respecto del mismo período del año anterior.

Oportunidades y fortalezas

Cobertura nacional en supermercados: La empresa tiene una cobertura geográfica, con sus locales de supermercados, que abarca prácticamente la totalidad del territorio chileno, lo que le permite diversificar sus fuentes de ingresos por este concepto, evitando así que los vaivenes económicos de una zona en particular afecten sus ingresos de manera importante. Asimismo, esto le permite competir de mejor forma con las otras dos grandes cadenas de supermercados, Walmart Chile y Cencosud.

Elevado número de puntos de venta: Para sus principales líneas de negocio, supermercados minoristas y mayoristas, la compañía cuenta con 289 y 99 tiendas, respectivamente, ninguna de ellas por sí sola representa un porcentaje significativo de los ingresos consolidados de **SMU**, por lo que la pérdida de cualquiera de ellos (por ejemplo por cesación del contrato de arriendo o catástrofes naturales) no representaría una disminución significativa de los ingresos, como sí podría ser en el caso de una cadena de tiendas por departamento.

Enfoque en productos de primera necesidad en supermercados y mayorista: La estrategia de supermercados "Unimarc" y del resto de las marcas del grupo, es centrarse en la comercialización de alimentos y de productos de limpieza y aseo general, cuyas ventas, por corresponder en su mayoría a productos de primera necesidad, tienden a ser menos volátiles en épocas de contracción económica que los bienes durables (electrónica, electrodomésticos y muebles, principalmente). Esto implica que los ingresos de la sociedad están menos expuestos a contracciones en la actividad económica, por lo que la generación de flujos de caja tenderá a ser más estable (siempre bajo el supuesto de una estrategia acertada en el ámbito comercial y un adecuado manejo por parte de la administración, entre otras).

Segmento mayorista y tiendas de conveniencia: Con 99 puntos de venta a través de "Mayorista 10" y "Alvi", la empresa se sitúa por lejos como el principal actor del mercado para el segmento de supermercados mayoristas, lo que le permite entregar una oferta más amplia al público y captar un nuevo segmento de clientes. Complementariamente, si bien las 120 tiendas de conveniencia, representadas por la marca "OK Market", alcanzaron a sólo un 2% de las ventas del grupo en 2018, este formato de tiendas permite complementar al de supermercados, sirviendo el segmento de compras al paso. 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, llegando a distintas opciones de compra.

Factores de riesgo

Alto nivel de competencia: Independiente de las mejoras en su capacidad de generación de flujos, no se puede desconocer que la emisora compite con otros dos agentes de elevado tamaño (Walmart Chile y Cencosud), lo cual torna vulnerables a los participantes en la industria ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión sobre los márgenes de venta los fuerzan a crecer para mantener su posicionamiento y poder alcanzar mayores economías de escala (asimismo, se debe considerar que la

competencia relevante mantiene elevada solvencia y acceso expedito a las fuentes de financiamiento). Asimismo, aun cuando la emisora presenta mejoras en sus niveles de eficiencia, en los hechos está compitiendo con otros grupos que operan en el comercio minorista chileno que presentan una oferta de formatos integrada (tiendas por departamento, mejoramiento de hogar) alcanzando una mayor diversificación de formatos que les permitiría enfrentar de mejor manera caídas en el desempeño del segmento supermercados. Por otro lado, existen otros operadores de supermercados que presentan un mayor volumen de ventas, que les otorga un mayor respaldo para soportar disminuciones en el segmento supermercadista.

Necesidad de incrementar ventas: La operación en un entorno altamente competitivo requiere la necesidad de aprovechar las potenciales economías de escala a través de crecientes niveles de ventas. Aun cuando, en lo más reciente, se ha registrado una ralentización del crecimiento de los ingresos, toda vez que las ventas en tiendas equivalentes crecieron un 0,7% durante el primer semestre de 2019, así como en el período se registró un alza de 5,4% de las ventas por metro cuadrado; influido por el entorno macroeconómico más exigente, se estima que en el futuro, al retomar una trayectoria de ingresos, se deberían continuar mejorando los indicadores de gestión y de eficiencia, permitiendo una mayor generación de flujo, y, por lo tanto, mejorar los *ratios* de endeudamiento.

Antecedentes generales

La compañía

SMU surgió en 2007 cuando el Grupo Saieh adquirió Supermercados Unimarc al Grupo Errázuriz. Con posterioridad, mediante compras, inversiones y asociaciones, se sumaron nuevos activos en el segmento minorista y mayorista ligados, principalmente, a la venta de alimentos; además, se adquirió Construmart, especialista en insumos para la construcción, unidad que fue enajenada el primer semestre de 2018,

Actualmente, la empresa presenta una amplia cobertura geográfica en Chile, situándose dentro de los principales operadores del país; además, mantiene presencia en Perú. Su modelo de negocio se canaliza mediante cuatro formatos: supermercados (con su marca Unimarc), mayoristas, tiendas por conveniencia y ventas por internet.

Adicionalmente, el emisor cuenta con dos empresas coligadas: i) Unired, propietaria de una plataforma que permite efectuar una serie de servicios transaccionales, como recaudación y pago de cuentas; y ii) UNICARD, enfocada al negocio financiero a través de la tarjeta de crédito Unimarc, de la cual **SMU** tiene una participación directa e indirecta de 49%.

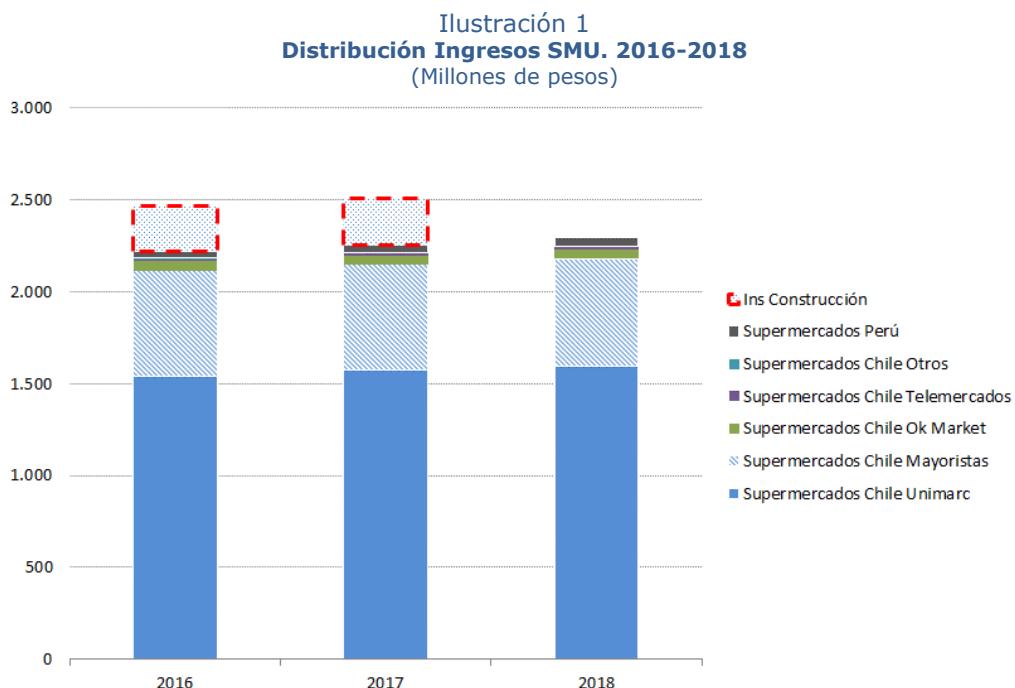
Al 30 de junio de 2019, el principal accionista del Grupo SMU es la familia Saieh, que controla la compañía con un 52,5% de la propiedad accionaria. El *holding* del grupo Saieh posee inversiones en variados sectores económicos; entre ellos, en el rubro financiero donde tiene participación en el banco Itaú Corpbanca, por medio del cual participa en los negocios de administración de activos, corredora de bolsa, administración general de fondos, corretaje de seguros y asesorías financieras. En el ámbito de medios de comunicación, es dueño del grupo de ediciones periodísticas Copesa (La Tercera, La Cuarta, Qué Pasa) y de

Dial (conglomerado de cinco radios). En el área inmobiliaria, participa en la propiedad de hoteles en Chile y Uruguay, y es dueño de los *malls* "Vivo" (Panorámico, Centro, Piedra Roja, Melipilla y Los Trapenses).

Distribución de ingresos

Dentro de los distintos formatos con que opera la compañía, destaca la venta minorista a través de supermercado, cuya importancia relativa es del orden del 70%, según ventas en el año 2018.

La Ilustración 1 muestra el desglose de los ingresos de **SMU** durante 2016 y 2018. Se puede apreciar, además, la participación que presentó Construmart, enajenada durante 2018, en los ingresos de la compañía.



Líneas de negocios

Supermercados Chile:

La empresa opera con la marca "Unimarc" (289 locales), orientándose a supermercados de tamaño mediano, que fluctúan entre los 180 y 5.400 m² (superficie promedio de 1.330 m²), y cuyo foco es la venta de alimentos y productos básicos para el hogar, contando con una elevada diversificación geográfica a lo largo de Chile.

En el rubro de supermercados en Chile, las otras cadenas que conforman la competencia son: Walmart Chile, a través de sus marcas "Líder" (con formatos *Express* de menor tamaño e *Hiper* para los de mayor tamaño),

"Ekono" (supermercados de tamaño más pequeño y enfocado a precios más bajos) y "Super Bodega ACuenta" (orientada también hacia precios más bajos, aunque de mayor tamaño); Cencosud, con las marcas "Santa Isabel" (supermercados) y "Jumbo" (hipermercados); y Falabella, mediante la marca "Tottus" (súper e hipermercados). Cabe destacar, que los supermercados, propiamente tal, tienden a orientarse hacia un segmento de negocios similar al de Unimarc (alimentación y limpieza), mientras que los hipermercados agregan bienes durables (electrónica, línea blanca, hogar) a su oferta de productos, artículos cuyas ventas tienden a ser más volátiles con los ciclos económicos.

Mayorista:

SMU opera a través de las marcas "Mayorista 10" y "Alvi", que en conjunto disponen de 99 tiendas. En Perú, la marca con que se desarrolla la venta de supermercados al mayoreo es "Mayorsa" y "Maxi Ahorro" (24 tiendas). En Chile, **SMU** es líder del segmento mayorista, no obstante, considerando que se trata de locales posicionados como de bajo precio y de autoservicio, parte de su competencia también incluye a minoristas como "Ekono" y "Súper Bodega ACuenta", también enfocados al segmento que busca precios bajos.

Tiendas de conveniencia:

SMU desarrolla esta área de negocios a través de la marca "OK Market", adquirida en enero de 2010. Este tipo de establecimientos, que alcanzan a 120 locales, son generalmente de reducido tamaño y fácil acceso desde las principales calles y se orientan a cubrir necesidades como alimentación (platos preparados y *snacks*), bebidas y otros productos para reposición de urgencia (abarrotes e higiene personal) y que usualmente funcionan en un horario extendido, incluyendo parte o la totalidad de la noche. La competencia en Chile está representada por otras tiendas de conveniencia (OXXO), los establecimientos de las estaciones de servicio de combustibles (Copec, Petrobras, Shell, cada una con su propia marca), algunas farmacias que incluyen la venta de bebidas y *snacks*, y algunas botillerías de funcionamiento nocturno.

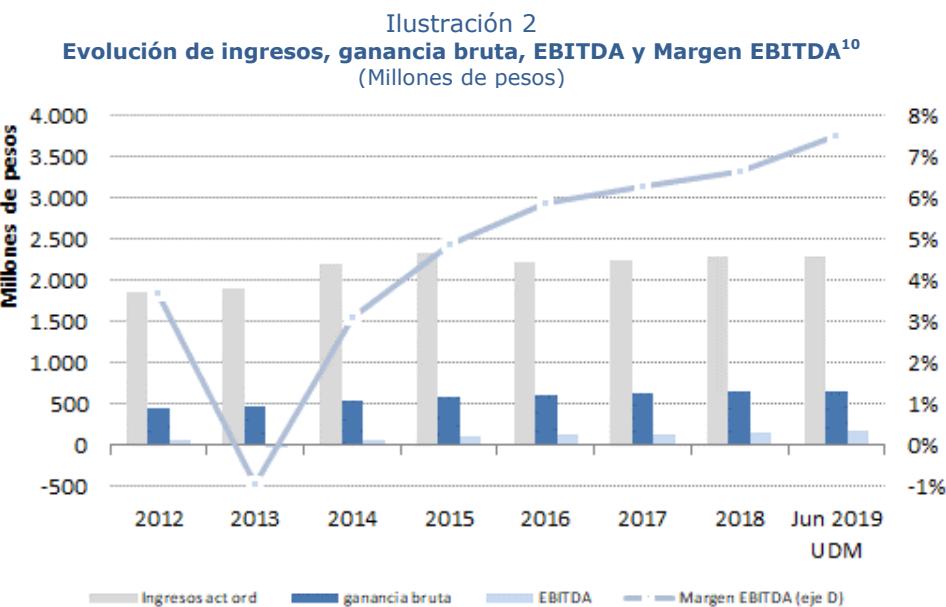
Ventas remotas:

Este segmento de negocios incluye las ventas a través de internet y por teléfono, y se desarrolla a través de la marca "Telemercados", adquirida en 2010 y con una historia de treinta años en la venta a distancia, inicialmente telefónica. En Chile, compite con las divisiones de ventas a distancia de los supermercados Líder (Walmart), Jumbo (Cencosud) y Tottus (Falabella).

Análisis financiero⁸

Evolución ingresos por ventas y EBITDA

Luego de los resultados negativos en términos de EBITDA registrados en 2013, los ingresos de la compañía han crecido en forma consistente hasta los doce meses finalizados en junio de 2019. De esta manera, el margen EBITDA ha aumentado desde un valor negativo en 2013 a 6,6% en diciembre de 2018. Con posterioridad, las cifras no son comparables por la adopción de la NIIF 16, pero, con todo, se aprecia una tendencia positiva, registrando un valor de 7,5% en el año móvil finalizado en junio de 2019⁹ (ver Ilustración 2), en un contexto de un escenario macroeconómico de bajo dinamismo, lo que da cuenta de la capacidad de la administración para racionalizar las operaciones e incrementar su generación de flujos.



Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La Ilustración 3 muestra el cambio en los pasivos financieros de la compañía entre diciembre de 2016 y junio de 2019. Además, de los pasivos financieros corrientes y no corrientes, la imagen presenta la deuda financiera con entidades relacionadas, corrientes y no corrientes; y, en las observaciones más recientes, las obligaciones por derecho de uso corrientes y no corrientes. La suma de estos pasivos alcanzaba a más de \$958 mil millones a fines de 2016, los cuales se reducen a \$664 mil millones a diciembre de 2018. No

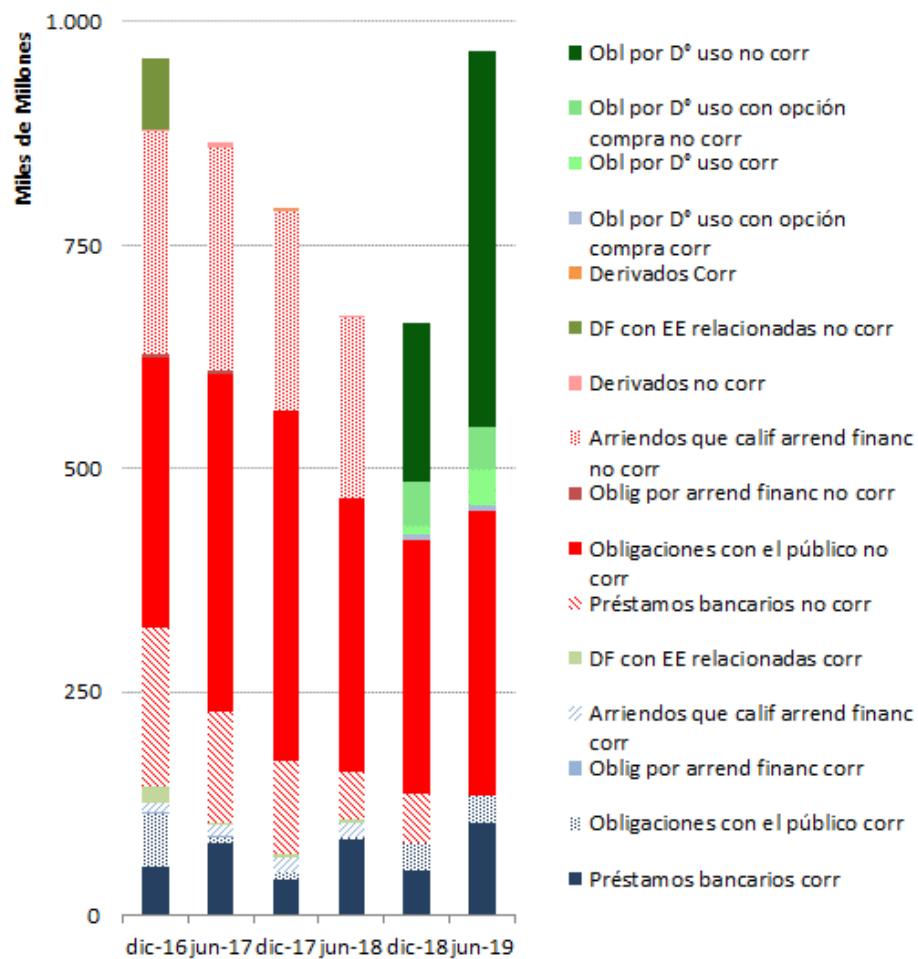
⁸ Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a junio de 2019.

⁹ Como se dijo, aun cuando la generación de EBITDA durante 2019 se ha visto impactada positivamente por la aplicación a partir del presente año de la NIIF 16, en términos de mediano plazo, es relevante la recuperación del margen EBITDA, indicativo de la capacidad de generación de caja de la emisora. Con todo, aislando el efecto de la implementación de la NIIF 16, el margen EBITDA para el año móvil finalizado en junio de 2019 alcanzaría a 6,7%, lo que representa un avance respecto de lo registrado en 2018.

¹⁰ Las cifras previas a 2016 presentan diferencias en los criterios contables, por lo que no son estrictamente comparables con el período posterior. Además, a partir de 2019 se aplica la NIIF 16, lo cual significa cambios en criterios contables que incrementan la generación de EBITDA de la compañía.

obstante, con posterioridad, los pasivos se incrementan por el reconocimiento como pasivo financiero de los derechos de uso (asociado a la implementación de la NIIF 16), totalizando \$967 mil millones a junio de 2019.

Ilustración 3
Estructura Deuda Financiera
 Miles de Millones de pesos

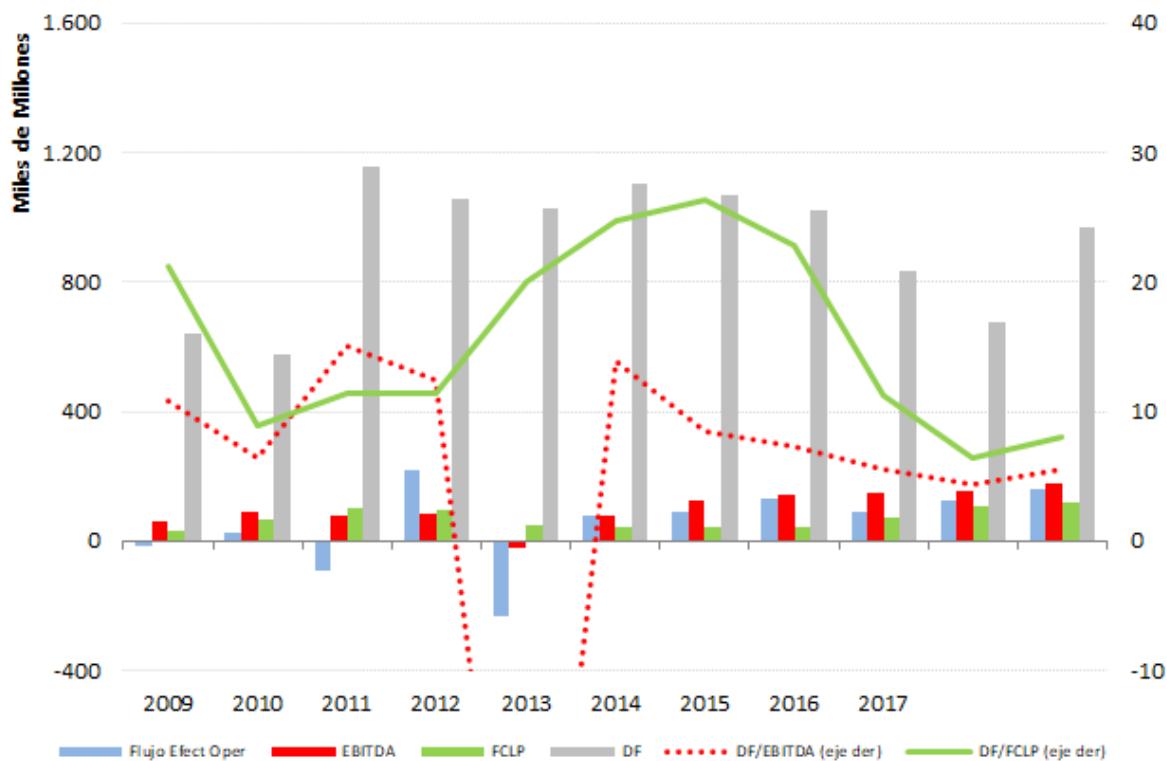


A partir de 2015, el endeudamiento relativo de la empresa, medido como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹¹, ha mostrado una tendencia decreciente. En efecto, el indicador DF/EBITDA luego de un nivel de casi 14 veces registrado en 2014, a diciembre de 2018 se había reducido a 4,3 veces. Con posterioridad, se sitúa en niveles de 5,5 veces en la más reciente observación de junio de 2019, influida por la adopción de la NIIF 16, que, como ya se dijo ha significado reconocer un mayor nivel de endeudamiento y de capacidad de generación de EBITDA. Por su parte, el índice DF/FCLP, por su metodología de cálculo, muestra una trayectoria más inercial y que no está sujeto a observaciones puntuales (por ejemplo, en 2013 el EBITDA exhibe valores negativos, a diferencia del FCLP) y registra un valor máximo

¹¹ 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.

en 2015 (período en que alcanza un nivel de 26,4 veces), pero posteriormente exhibe una trayectoria decreciente, situándose en niveles de 6,4 a fines de 2018, e incrementándose, debido al reconocimiento de mayores pasivos financieros, a 8 veces en junio de 2019 (ver Ilustración 4).

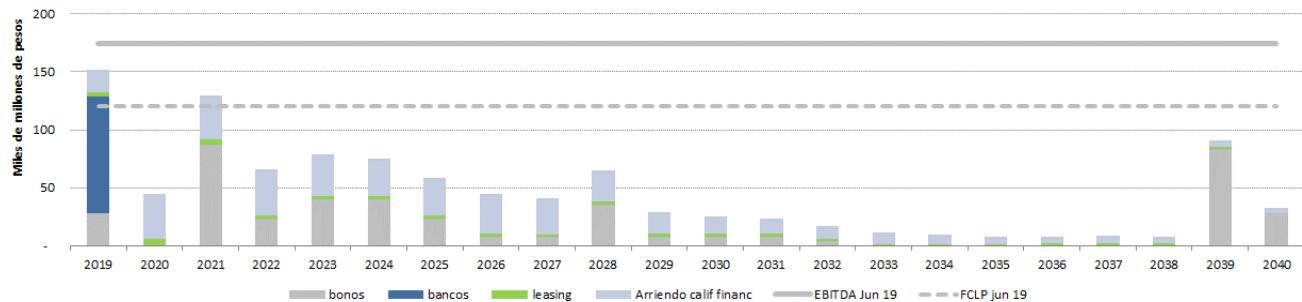
**Ilustración 4
Indicadores endeudamiento relativo¹²**



La Ilustración 5 muestra el calendario de vencimientos (amortizaciones) existente a junio de 2019. Se aprecia que la administración ha podido descomprimir los pagos para 2020, incrementando la duración de la deuda.

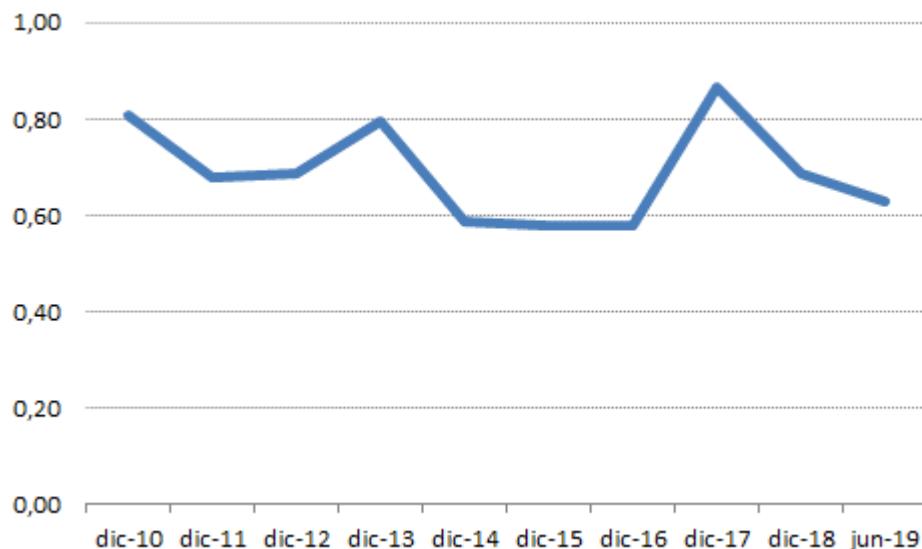
¹² Dado que a partir de diciembre de 2016, la filial Construmart se presenta en el estado de resultados como operaciones discontinuadas, las cifras de generación de flujos y de balance no son estrictamente comparables. Además, debido a la implementación de NIIF 16, las cifras de 2019 no son comparables con las cifras de años anteriores.

**Ilustración 5
Calendario vencimientos**



En términos de liquidez, la empresa se ha mantenido con una razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) menor a una vez, llegando a 0,69 veces en diciembre de 2018. Con posterioridad, y debido a la adopción de la NIIF 16, este indicador se reduce a 0,63 veces en junio de 2019 (ver Ilustración 6).

**Ilustración 6¹³
Razón circulante**

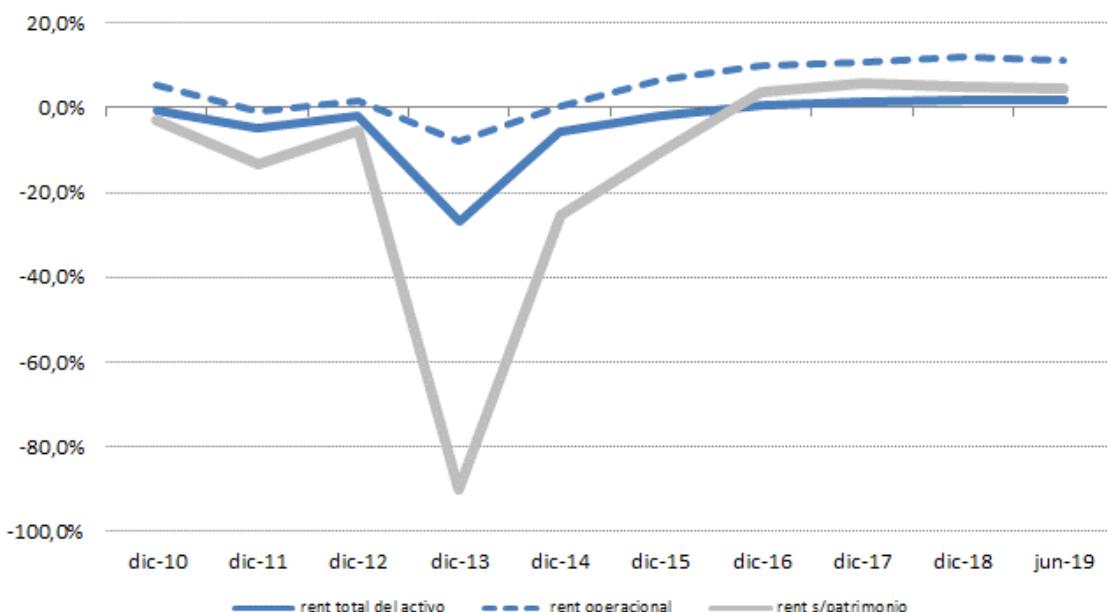


¹³ A partir de diciembre de 2016, la filial Construmart se presenta en el estado de resultados como operaciones discontinuadas. Por lo tanto, las cifras del balance de períodos anteriores no son comparables. Además, debido a la implementación de NIIF 16, las cifras de 2019 no son comparables con las cifras de años anteriores.

Evolución de la rentabilidad¹⁴

Luego de presentar una leve tendencia a la baja hasta 2012, los indicadores de rentabilidad exhibieron una fuerte contracción el 2013. Incluso durante ese período la rentabilidad sobre el patrimonio exhibe valores de -90%, la cual se revierte parcialmente hacia el 2014 y 2015. Sin embargo, en los últimos ejercicios, la compañía tiende a mostrar una mejora, finalizando a junio de 2019 la rentabilidad operacional en 11,2%, mientras que las rentabilidades del activo y del patrimonio se sitúan en valores positivos, alcanzando 1,7% y 4,6%, respectivamente.

Ilustración 7¹⁵
Evolución rentabilidad



¹⁴ Rentabilidad activos = utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio); Rentabilidad patrimonio = utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

A partir de diciembre de 2016, la filial Construmart se presenta en el estado de resultados como operaciones discontinuadas. Asimismo, a partir de marzo de 2017, la filial Construmart se presenta en el estado de situación financiera como operaciones mantenidas para la venta. Por lo tanto, las cifras de períodos anteriores a dichas fechas no son comparables. Además, debido a la implementación de NIIF 16, las cifras de 2019 no son comparables con las cifras de años anteriores.

¹⁵ Las cifras previas a 2014 y 2019 presentan diferencias en los criterios contables, por lo que no son estrictamente comparables.

Bonos

Líneas y series de bonos inscritos



Línea de bonos Nº 649

- Monto línea: UF 5.500.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 20 de diciembre de 2010

Línea de bonos Nº 650

- Monto línea: UF 5.500.000
- Plazo de la línea: 30 años
- Fecha de inscripción: 20 de diciembre de 2010

Primera Emisión

Serie D

- Fecha colocación: enero 2011
- Monto colocado: UF 1.000.000
- Plazo: 27,8 años
- Tasa de emisión: 4,7%

Cuarta Emisión

Serie T

- Fecha colocación: enero 2018
- Monto colocado: UF 3.500.000
- Plazo: 7,2 años
- Tasa de emisión: 3,0%

Quinta Emisión

Serie W

- Fecha colocación: junio 2019
- Monto colocado: UF 1.000.000
- Plazo: 21 años
- Tasa de emisión: 2,5%

Línea de bonos Nº 667

- Monto línea: UF 7.000.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 26 de mayo de 2011

Tercera Emisión

Serie G

- Fecha colocación: abril 2017
- Monto colocado: U.F. 1.500.000
- Plazo: 3,9 años
- Tasa de emisión: 4,5%

Cuarta Emisión

Serie K

- Fecha colocación: abril 2017
- Monto colocado: U.F. 1.500.000
- Plazo: 3,9 años
- Tasa de emisión: 4,5%

Quinta Emisión

Serie P

- Fecha colocación: septiembre 2017
- Monto colocado: U.F. 1.000.000
- Plazo: 2 años
- Tasa de emisión: 3,0%

Línea de bonos Nº 668

- Monto línea: UF 7.000.000
- Plazo de la línea: 30 años
- Fecha de inscripción: 26 de mayo de 2011

Primera Emisión

Serie B

- Fecha colocación: junio 2011
- Monto colocado: UF 3.000.000
- Plazo: 21 años
- Tasa de emisión: 3,8%

Línea de bonos Nº 964

- Monto línea: UF 3.000.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 13 de septiembre de 2019

Línea de bonos Nº 965

- Monto línea: UF 3.000.000
- Plazo de la línea: 30 años
- Fecha de inscripción: 13 de septiembre de 2019

Resguardos financieros de los bonos

Los actuales resguardos financieros de todas las líneas de bonos de **SMU** con series vigentes son los siguientes:

Definición	Límite	Indicador a Junio 2019
Pasivo Financiero Neto sobre patrimonio total	< a 1,3 veces ¹⁶ (medición a partir de dic 2019)	1,22
Cobertura de gastos financieros neto	> o = 1,5 veces (a partir de dic 2016) > o = 2,0 veces (a partir de dic 2017) > o = 2,5 veces (a partir de dic 2019)	3,93

Definiciones utilizadas, a partir de las cuentas de los estados financieros:

- i) Deuda financiera neta: "Otros pasivos financieros, Corrientes" + "Otros pasivos financieros, No Corrientes" - "Efectivo y equivalentes al efectivo".
- ii) Gastos Financieros Netos: diferencia en valor absoluto entre la cuenta "Costos financieros" y la cuenta "Ingresos financieros" del estado de resultados por función consolidado del emisor.

"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".

¹⁶ Producto de la aplicación de la NIIF 16 a partir del 1 de enero de 2019, este indicador fue modificado a 1,66 veces. Dicha modificación está actualmente en proceso de inscripción en el Registro de Valores"