



Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

Analistas
Carlos García B.
Verónica Vargas M.
Tel. (56-2) 433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl
veronica.vargas@humphreys.cl

SMU S.A.

Octubre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	A- <i>Favorable</i>
EEFF base	30 de junio de 2012

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de Bonos a 10 años ¹ Serie A Serie B Serie C Serie E Línea de Bonos a 30 años Serie D Serie F Línea de Bonos a 10 años Serie A Serie C Línea de Bonos a 30 años Serie B	Nº 649 de 20.12.2010 Primera Emisión Primera Emisión Primera Emisión Segunda Emisión Nº 650 de 20.12.2010 Primera Emisión Segunda Emisión Nº 667 de 26.05.2011 Primera Emisión Primera Emisión Nº 668 de 26.05.2011 Primera Emisión
--	---

Estado de Resultados Consolidado Resumido, IFRS

MM\$	2009	2010	2011	Ene-Jun 2011	Ene-Jun 2012
Ingresos Ordinarios	884.932	1.077.951	1.768.862	797.932	1.029.140
Costo de Ventas	-661.661	-787.823	-1.369.868	-617.301	-785.387
Total Gastos de Administración y Distribución	-199.360	-259.140	-406.478	-178.528	-234.142
Resultado Operacional	23.911	30.988	-7.484	2.102	9.612
Gastos Financieros	-21.452	-30.071	-48.939	-20.880	-29.127
Ganancia (Pérdida)	4.976	-8.145	-74.173	-23.645	-28.609
EBITDA	43.971	68.215	61.217	34.529	44.357

¹Las líneas de bonos Nº 649 y Nº 650 fueron inscritas por Supermercados del Sur S.A., hoy fusionada con SMU S.A., de ahí la existencia de dos pares de series de bonos con las letras "A" y "B" para SMU.

Estado de Situación Financiera Resumido, IFRS				
MM\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	30-06-2011
Activos Corrientes	225.954	308.021	373.773	382.502
Activos No Corrientes	650.728	804.626	1.738.353	1.788.307
Total de Activos	876.682	1.112.647	2.112.126	2.170.810
Pasivos Corrientes	280.247	369.794	544.658	592.435
Pasivos No Corrientes	396.328	384.978	814.395	860.633
Total de Pasivo	676.574	754.772	1.359.054	1.453.069
Patrimonio Total	200.108	357.876	753.072	717.741
Total de Pasivos y Patrimonio	876.682	1.112.647	2.112.126	2.170.810
Deuda Financiera ²	390.601	277.869	592.394	636.539

Opinión

Fundamento de la clasificación

SMU S.A. (SMU) es una sociedad dedicada a la venta minorista y mayorista en Chile y Perú. En Chile opera 579 locales bajo las marcas "Unimarc" y "Bigger" (supermercados minoristas), "Construmart" (materiales de construcción), "OK Market" (tiendas de conveniencia), "Telemercados" (e-commerce) mientras que en ventas al por mayor utiliza los nombres "Alvi", "Mayorista 10", "MaxiAhorro", "Dipac", "Comer". En Perú opera 20 locales bajo la marca "Mayorsa". En septiembre de 2011 la empresa se fusionó con la cadena Supermercados del Sur S.A. (SdS), que operaba supermercados minoristas y mayoristas.

Durante el primer semestre de 2012, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 2.051 millones³, un EBITDA de US\$ 88 millones, recordando que debido a la adquisición de diversas cadenas de supermercados durante 2011, y que concluyeron en septiembre de ese año, las cifras del primer semestre de 2012 no son estrictamente comparables con aquellas de 2011.

Al 30 de junio de 2012, la deuda financiera según balance de **SMU** ascendía a US\$ 1.938 millones; no obstante, el 34,5% de ellos, US\$ 669 millones, corresponden a obligaciones por arrendamiento, por lo cual US\$ 1.268 millones responden a deuda bancarias, bonos, leasing, derivados y otros pasivos financieros.

Los principales elementos que dan sustento a la clasificación de **SMU** en "*Categoría A-*" son su enfoque en el rubro supermercados minoristas, en el que alcanza cerca de un 25% de participación por ventas, siendo la mayor cadena de Chile en número de puntos de venta y la tercera en términos de ventas totales, con una

²Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Se excluyen las obligaciones por arrendamientos que califican como financieras.

³Tipo de cambio al 30 de junio de 2012: \$ 501,84 /US\$.

amplia cobertura geográfica. Asimismo, se destaca que la estrategia de la empresa en este segmento ha sido enfocarse en la oferta de alimentos, higiene personal y artículos de aseo, cuyas ventas tienden a ser más estables ante variaciones del producto interno bruto, sobre todo si se las compara con las ventas de bienes durables (electrónica y muebles), más afectos a los ciclos, sobre todo por estar más asociados al crédito. En opinión de **Humphreys**, estas características otorgan una adecuada fortaleza estructural que sustenta la viabilidad del negocio en el largo plazo.

El elevado número de locales con que opera **SMU** le permiten disminuir su dependencia a un número particular de puntos de venta, mitigando con ello el riesgo de perder los flujos generados en ellos ante por ejemplo la pérdida del local por cese de los arriendos, además de permitirle alcanzar una elevada escala dentro de Chile, siendo una de las empresas más grandes en términos de ventas del sector *retail*. Asimismo, la diversificación geográfica de las ventas de la empresa, disminuye su dependencia a la actividad económica de una región en particular.

Por otra parte, también se reconoce que la conformación de la cadena ha ido acompañado con la incorporación de ejecutivos con experiencia en el *retail* lo que contribuye a implementar de mejor manera los planes de desarrollo diseñados para la empresa. Adicionalmente, considerando el elevado número de puntos de ventas que se han ido incorporando a la empresa, el proceso de integración, a juicio de la clasificadora, ha sido relativamente rápido y si bien no ha estado exento de dificultades, ello se entiende como natural para este tipo de procesos. Se espera que para adelante los esfuerzos de la organización vayan generando las sinergias buscadas, situación que debiera reflejarse en un incremento importante en la generación de caja.

La clasificación también incorpora positivamente el continuo apoyo que los dueños de **SMU** han entregado a la compañía, lo que se manifiesta tanto a través de la participación de los propietarios de algunas de las cadenas adquiridas en la propiedad de la empresa, como en la suscripción de sucesivos aumentos de capital que todos los dueños han realizado desde la formación de la compañía, para apoyarla en su crecimiento. En esta misma línea se enmarca el compromiso de la compañía para efectuar un aumento de capital durante el cuarto trimestre del año, de manera de incrementar su holgura financiera y poder materializar diversos proyectos de inversión actualmente en carpeta⁴.

Finalmente, se valora la participación de la empresa en otros segmentos del rubro supermercados, como el mayorista, tiendas de conveniencia y venta a distancia, lo que le permite diversificar y complementar la oferta del segmento supermercados minoristas.

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, para

⁴ No obstante que el emisor informó de este hecho, ella no repercutirá en la clasificación de riesgo hasta que no se concrete efectivamente y se conozca el uso de los fondos.

conservar así su participación. Este factor también implica destinar elevados montos a inversiones, las que no necesariamente alcanzarán la misma rentabilidad que los actuales activos operativos de la empresa.

También restringe la clasificación asignada el que en términos relativos a su generación de caja, la empresa actualmente tenga un endeudamiento relativamente elevado a la categoría asignada. Sin embargo, se reconoce que lo anterior se debe en parte al proceso de adquisición de las cadenas de supermercados y sus pasivos financieros, lo que ha significado un proceso de consolidación de los procesos internos y ajuste en las políticas comerciales, que ha habría impedido a la compañía incrementar su EBITDA. Relacionado con lo anterior, la incorporación a la empresa de nuevas cadenas mediante adquisición supone en el corto plazo una presión sobre los márgenes con que opera la compañía, al menos mientras no se complete el período de transición hacia el estándar de operación que **SMU** ha definido, existiendo siempre el riesgo que la integración no se efectúe de la manera planificada, reconociendo eso sí la experiencia de **SMU** al respecto.

Este proceso de crecimiento, además, ha significado un desafío al proceso administrativo, que ha conllevado contratiempos en el proceso de pago a los proveedores, lo cual ha generado un incremento en el período de cuentas por pagar, que podría eventualmente traducirse en una debilidad en el proceso de abastecimiento de la compañía. Finalmente, se toma en cuenta como riesgo el que más de un 12% de las ventas de **SMU** provenga del rubro de materiales de construcción, que tienden a ser procíclicos, si bien de menor tamaño que el resto de los segmentos operados.

La tendencia de la clasificación de **SMU** se estima como "*Favorable*", por cuanto se espera que en el mediano plazo la empresa sea capaz de concluir satisfactoriamente las operaciones de integración de las diversas cadenas adquiridas, materializando las sinergias esperadas, de manera de incrementar en forma sostenida su EBITDA, disminuyendo de esa manera el endeudamiento financiero relativo consolidado. Es importante considerar que, si se analiza el EBITDA anualizado conjunto de **SMU** antes de la fusión con Supermercado del Sur y el que originaban las tiendas de este último durante el año 2010, se observa que superaban lo que hoy exhibe el emisor. Si bien esta situación no es positiva en sí misma, es una muestra de las potencialidades del negocio, sobre todo si se incluye en el análisis las economías de escala a las que ahora podría acceder el emisor dado su actual tamaño. Finalmente cabe destacar que al compararse el segundo trimestre de 2012 con el primer trimestre del mismo año y con el último trimestre del año anterior, ya se aprecia una mejora en el margen EBITDA.

Hechos Recientes

Resultados enero-diciembre 2011

En el período de doce meses terminado en diciembre de 2011, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.768.862 millones, aumentando 64,1% respecto de 2010, lo que se explica fundamentalmente por las adquisiciones de cadenas realizadas en el período, principalmente SdS, Alvi y Construmart; no obstante, también se registró un crecimiento en las ventas por locales antiguos y por aperturas de nuevas tiendas.

El costo de ventas del período, en tanto, creció 73,9% hasta \$ 1.369.868 millones, explicado por el alza en el nivel de actividad del período. La mayor variación respecto de los ingresos (que implicó una disminución del margen bruto como proporción de los ingresos desde 26,9% a 22,6%) se explica por la incorporación de negocios (mayorista y construcción) con menores márgenes al de supermercados, lo que en todo caso debiera mejorar en la medida que la empresa traspase su mayor poder de compra a estas cadenas.

Los gastos de administración y de distribución crecieron 56,6%, llegando a \$ 406.478 millones, lo que ayudó a compensar el mayor incremento de los costos de explotación. Con todo, como consecuencia de lo anterior, el resultado operacional cayó un 75,8% hasta alcanzar una pérdida de \$ 7.484 millones, aunque el EBITDA del período comparativamente presenta una baja mucho menor (10,3%), llegando a \$ 61.217 millones producto del aumento en el nivel de depreciaciones y amortizaciones del período, dado el incremento en el número de locales en operación (pasando de 315 locales en 2010 a 592 en 2011).

Finalmente, a diciembre 2011, **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 74.173 millones, lo que se explica en cierta medida debido a gastos extraordinarios en los que la compañía tuvo que incurrir producto de las nuevas adquisiciones. Por otro lado, los costos financieros experimentaron un alza de 62,7%, consistente con el aumento de la deuda financiera como resultado de la consolidación de los pasivos de Alvi, Construmart y SdS.

Eventos recientes

Durante 2011 se realizó un aumento de capital por \$ 90.000 millones, mediante la suscripción de 24.563.319 nuevas acciones, según había sido acordado en junta de accionistas de diciembre de 2011.

El 9 de junio de 2011 SMU realizó la emisión de bonos por un total de UF 5 millones, con cargo a las líneas N° 667 y N° 668 inscritas por la sociedad, con UF 2 millones a cinco años y UF 3 millones a 21 años.

El 18 de agosto Mayorsa S.A., filial mayorista en Perú de **SMU**, acordó con la sociedad de ese país Total Artefactos S.A. la adquisición de nueve locales de supermercados que operan en Perú bajo las marcas "Maxi Bodegas" y "Don Vito".

Los días 1, 8 y 16 de septiembre la filial Construmart S.A. suscribió acuerdos para la adquisición de las cadenas de ferreterías "Ferreterías Camarena" (dos locales), Ferreterías Rodríguez (tres tiendas) y "Ferretería Toral" (dos locales), respectivamente.

El 17 de septiembre de 2011, **SMU** y Supermercados del Sur S.A. anunciaron la fusión por absorción de esta última en la primera. Para ello, se aumentó el capital social de **SMU**, pasando desde \$ 512.637.574.380 millones divididos en 1.881.356.862 acciones a \$ 643.131.523.116 dividido en 2.314.661.494 acciones, siendo entregados a SdS 433.304.632 títulos como parte del acuerdo. Asimismo, se incrementó el número de directores desde siete a once, y se acordó incrementar el capital de la sociedad en \$ 100.000 millones antes del término de 2011. La primera parte de este aumento de capital, por \$ 26.500 millones, fue concretada el 29 de septiembre mediante la emisión de 73.993.411 acciones, mientras que los \$ 73.500 millones remanentes fueron pagados durante el mes de octubre.

En junta de tenedores de los bonos emitidos por Supermercados del Sur (línea N°649, serie A con cargo a ella y línea N°650 y serie D con cargo a ésta), realizada el 14 de octubre de 2011, se rechazó hacer exigible el pago anticipado del capital, reajustes e intereses de dichos instrumentos. Asimismo, en dicha ocasión se citó para el 3 de noviembre a junta de los tenedores de los mencionados bonos y también de los tenedores de los bonos emitidos por **SMU** (línea N°667 y serie A, y N°668 y su serie B). En dicha junta se aprobó la modificación de los resguardos financieros o *covenants* establecidos en los contratos de las respectivas líneas de bonos, con el objetivo de igualarlos, además de modificar la nomenclatura para homologarla (por ejemplo, se cambió la definición de activos esenciales, sustituyendo "Bigger" por "Unimarc"). Los actuales *covenants* se encuentran descritos en la sección "Bonos" al final del presente informe.

Resultados Enero-Junio 2012

En los primeros seis meses de 2012, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.029.140 millones, experimentando así un incremento de 29% respecto de igual período de 2011, lo que se explica por un crecimiento en las ventas por local equivalente y, fundamentalmente, por la consolidación de las operaciones no presentes en igual período del año anterior. Además, se registra un sostenido crecimiento en ventas en formatos minoristas, mayoristas y en el negocio de materiales de construcción y mejoramiento del hogar.

El costo de ventas del período, en tanto, creció 27,2% hasta \$ 785.387 millones. Su tasa de expansión resulta inferior a la de los ingresos, con el consiguiente mejoramiento del margen bruto.

Los gastos de administración y de distribución crecieron en un 31%, totalizando \$ 234.142 millones. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional creció en más de 357%, alcanzando los \$ 9.612 millones. El EBITDA del período creció en 28,5% a \$ 44.357 millones. El margen EBITDA sobre ingresos que durante el primer semestre de 2012 fue de 4,3%, al descomponerse por trimestre individual, crece desde 3,7% en el primer trimestre, a un 4,9% durante el segundo trimestre.

Finalmente, durante el primer semestre de 2012, **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 28.609 millones, lo que representa un incremento de 21% respecto a las pérdidas de \$ 23.645 millones registradas en igual período de 2011. No obstante, se reconoce que los resultados negativos han registrado un morigeración, al pasar de más de \$ -18.681 millones durante el primer trimestre de 2012, a \$ -9.928 millones durante el segundo trimestre del presente año.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de 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 la que pertenecen o en la economía.

(-) Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría

Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Oportunidades y fortalezas

Enfoque en productos de primera necesidad en supermercados y mayorista: La estrategia de supermercados "Unimarc" (y también la que desarrollaba "Bigger" con anterioridad a la fusión) y en las tiendas mayoristas, que en total representan alrededor del 88% de los ingresos, 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 se verán menos expuestos a contracciones, con lo que la generación de flujos de caja tenderá a ser más estable.

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 406 y 138 tiendas, respectivamente, ninguna de ellas por sí sola representando 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) no representaría una disminución significativa de los ingresos, como sí podría ser en el caso de una cadena de tiendas por departamento.

Conocimiento del sector: los principales ejecutivos y gerentes de la compañía provienen de otras empresas del *retail* en Chile, lo que implica que poseen la experiencia necesaria para la implementación de la estrategia de desarrollo que ha definido SMU, lo que incluye la integración de las nuevas cadenas adquiridas. Asimismo, los antiguos dueños de las cadenas Bravo y Rendic participan en el directorio de la sociedad, por lo que aportan a **SMU** la experiencia que adquirieron en el desarrollo de sus propios negocios.

Segmento mayorista y tiendas de conveniencia: Con 138 puntos de venta a través de "Mayorista 10", "Alvi" y "Dipac", 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 tiendas de conveniencia, representadas por la marca "OK Market", alcanzan a sólo un 1% de las ventas del grupo, este formato de tiendas permite complementar al de supermercados, en particular en locaciones y horarios no servidos por éstos.

Factores de riesgo

Alto nivel de competencia: La fuerte competencia que presenta el segmento de supermercados, con otros dos partícipes de elevado tamaño (Walmart Chile y Cencosud) tornan a sus participantes altamente vulnerable 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, varios grupos del comercio minorista chileno presentan una oferta de formatos integrada (tiendas por departamento, mejoramiento de hogar) y dado ello, es importante que el emisor genere constantemente eficiencias en términos comerciales, logísticos y de manejo de inventarios.

Márgenes contraídos: Producto de la incorporación de cadenas que presentaban distintos tamaños y niveles de eficiencia, y de que parte de tales adquisiciones han sido financiadas con pasivos, en la actualidad el endeudamiento financiero relativo de **SMU** en relación a su generación de caja se considera relativamente elevado, siendo el desafío de la administración reducirlo en el futuro.

Proceso de incorporación de adquisiciones: Si bien se reconoce que **SMU** ha logrado llevar a cabo una transición adecuada en la incorporación de las cadenas incorporadas, ello no impide que puedan existir dificultades a futuro, reconociendo que la experiencia adquirida desde la creación de la compañía actúa como mitigante de lo anterior. Por otra parte, la consolidación de distintas empresas de un rubro, por ejemplo en el segmento mayorista y construcción, implica invertir en el desarrollo y posicionamiento de una marca fuerte que sea capaz de competir con actores del mercado ya consolidados.

Elevadas necesidades de inversión: La apertura de nuevos locales para alcanzar una mayor cobertura geográfica en los formatos mayorista, tiendas de conveniencia y construcción, para de esa forma competir de mejor manera con los actores más relevantes de cada rubro, más eventuales futuras adquisiciones destinadas al mismo objetivo (considerando que desde su nacimiento **SMU** ha crecido en parte por esta vía), implican la necesidad de allegar recursos extra a los ya utilizados, lo que podría suponer una presión sobre los flujos de caja generados.

Volatilidad del segmento construcción: Si bien el foco de la empresa se ubica en el rubro supermercados, durante el primer semestre de 2012, las ventas de Construmart representaron más de un 12% de los ingresos de **SMU** en el período, cabiendo mencionar que ellas están centradas mayoritariamente en las ventas de insumos de construcción y por lo tanto están afectas a los movimientos de esta actividad, que tienden a ser más intensos que los del comercio minorista en general.

Antecedentes generales

Historia

SMU surgió en 2008 cuando el Grupo Saieh adquirió Supermercados Unimarc al grupo Errázuriz. Con posterioridad, mediante compras y asociaciones, se sumaron las cadenas de supermercados Deca, Bryc y Korlaet, a las que se fueron añadiendo otras de menor tamaño a lo largo de Chile.

En diciembre de 2010, SMU compró la cadena de tiendas de conveniencia "OK Market".

En enero de 2011, SMU adquirió Alvi S.A., empresa dedicada a la venta y distribución de productos al por mayor, y que incluía las marcas Alvi y Dipac en Chile y Mayorsa en Perú. Durante el mismo mes, **SMU** adquirió Construmart S.A., una de las principales cadenas de distribución de materiales de construcción.

El 27 de mayo de 2011, la sociedad se inscribió en el registro de la Superintendencia de Valores y Seguros, con el número 1.076.

El 17 de septiembre de 2011, **SMU** y Supermercados del Sur anunciaron su fusión, SdS correspondía a una cadena de supermercados mayoristas y minoristas presente con 110 locales, principalmente entre las regiones del Biobío y de Los Lagos.

Propiedad y administración

La estructura de propiedad de **SMU** al 30 de junio de 2012 es la que se muestra a continuación:

Sociedad	Nº de acciones	% de la propiedad
Inversiones SMU Matriz Ltda.	887.167.988	34,13%
Gestora Omega Ltda.	318.047.398	12,24%
NS SPA	284.590.041	10,95%
SYR Inversiones Ltda.	273.424.256	10,52%
FIP Sinergia	167.209.322	6,43%
FIP Gamma	162.435.161	6,25%
Brator Uno FIP	137.976.902	5,31%
Agrícola Corniglia Ltda.	73.030.265	2,81%
Inversiones Rendic S.A.	59.143.779	2,28%
FIP Alpha	56.043.813	2,16%
FIP Alpha II	51.002.504	1,96%
Gestora Omega Ltda. BG 2	39.976.758	1,54%
Resto	89.330.623	3,44%
TOTAL	2.314.661.494	100%

En el sector financiero, el grupo Saieh es controlador de las compañías de seguros CorpSeguros y CorpVida y del banco chileno Corpbanca, a través del cual participa de 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, Pulso, Qué Pasa) y de Dial (conglomerado de siete radios), teniendo también un 20% de la empresa de telecomunicaciones VTR. 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, Rancagua), y recientemente adquirió las operaciones del Banco Santander en Colombia.

El directorio de **SMU** está constituido por los siguientes once miembros:

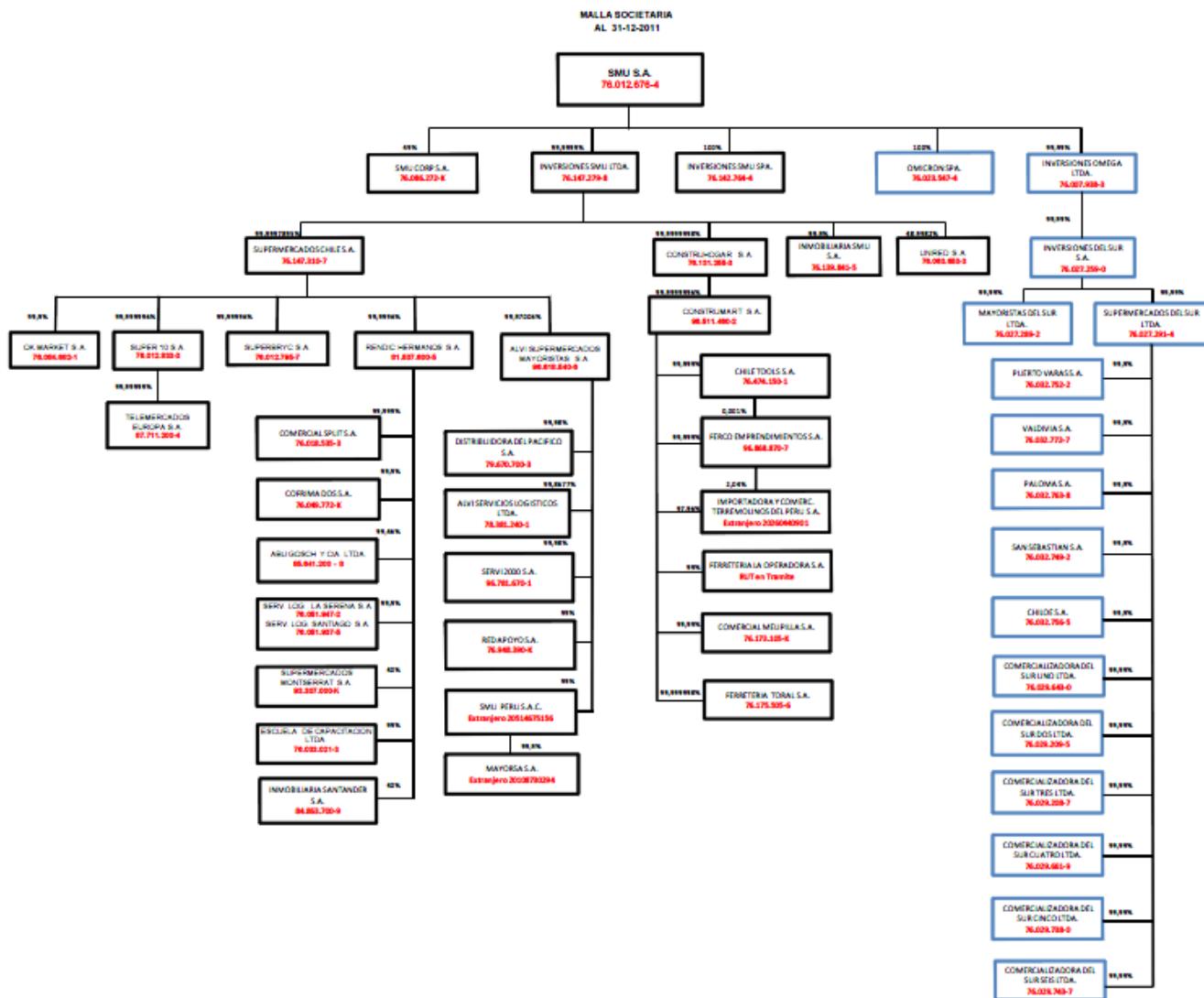
Nombre	
Nombre	Cargo
María Pilar Dañobeitia	Presidente del Directorio
Juan Pablo Vega	Vice-presidente del Directorio
María Francisca Saieh	Vice-presidente del Directorio
Juan Echeverría González	Director
Alvaro Barriga Oliva	Director
Carlos Zepeda Hernández	Director
Rodrigo Errázuriz Ruiz-Tagle	Director
Juan Rendic Lazo	Director
Miguel Plana Zenteno	Director
Gonzalo Dulanto Letelier	Director
Fernando Barros Tocornal	Director

La administración está constituida por los gerentes detallados a continuación:

Nombre	Cargo
Javier Luck	Gerente General
Matías Holzapfel de la Fuente	Gerente de Finanzas
Carlos Abogair	Gerente de Asuntos Corporativos
Marcelo Galvez Saldías	Gerente de Estrategia y Capital Humano
Andrés Fernández Donoso	Gerente Supermercados Chile
Luis Felipe Kortmann	Fiscal
Patricia Campillay	Gerente de Contraloría
Fernando Santos	Gerente de Sistemas
Guillermo Elgueta	Gerente General Construmart
Patricio Llosa	Gerente Supermercados Perú

Estructura de la Compañía y Segmentos de Negocio

La estructura societaria al 31 de diciembre de 2011 es la siguiente:



SMU Corp S.A. es una sociedad controlada por Corpbanca, banco perteneciente al grupo Saieh, controlador a su vez de **SMU**. Está orientada a la administración de la tarjeta de crédito propia del emisor.

SMU define dos segmentos principales de negocios: el de supermercados y el de materiales de construcción. En el primer caso se incluyen varios formatos de venta, por lo que a continuación se describen a grandes rasgos los tipos de tienda con que opera la compañía.

Supermercados Chile: La empresa opera con la marca "Unimarc" (327 locales), orientándose la empresa a supermercados de tamaño mediano, con tamaños que fluctúan entre los 1.200 y 2.500m² en promedio, y cuyo foco es la venta de alimentos y productos básicos para el hogar, en particular con el concepto de "food

"market" centrado en alimentación. Se estima que **SMU** alcanza una participación cercana al 24,9%, sin contabilizar el segmento de supermercados mayoristas, alcanzando 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 (33% del mercado), 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 enfocadas a precios más bajos) y "Super Bodega ACuenta" (orientada también hacia a precios más bajos, aunque de mayor tamaño); Cencosud (27% del mercado), con las marcas "Santa Isabel" (supermercados) y "Jumbo" (hipermercados); y Falabella (5% del mercado), mediante los nombre "Tottus" (super e hipermercados) y "San Francisco". Cabe destacar que los denominados como 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, productos que tienden a ser más volátiles en sus ventas con los ciclos económicos.

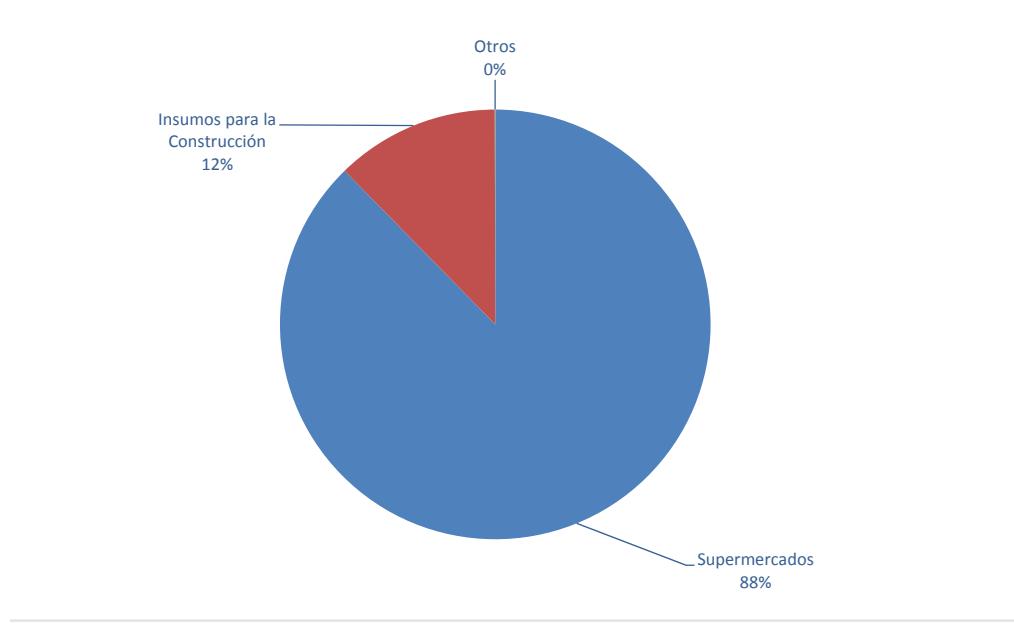
Mayorista: Inicialmente la marca de ventas al por mayor de **SMU** en Chile era "Mayorista 10" (actualmente 138 tiendas), aunque con la adquisición de Alvi se incorporaron los registros "Alvi", "Comer" y "Dipac", mientras que la fusión con SdS aportó "MaxiAhorro" (nueve locales). En Perú, la marca con que se desarrolla la venta de supermercados al mayoreo es "Mayorsa" (once tiendas), habiendo incorporado recientemente otros nueve puntos de venta a través de adquisiciones. En Chile **SMU** es líder de este mercado, cabiendo mencionar que un porcentaje de los clientes de las tiendas mayoristas acude a éstas buscando precios más bajos que los de los supermercados tradicionales, por lo que parte de la competencia de este formato está constituida por marcas como "Ekono" y Super Bodega ACuenta", enfocadas al segmento que busca precios bajos, por tanto los límites entre los supermercados minoristas y mayoristas pueden ser un tanto difusos. La marca "Dipac" están netamente enfocadas al segmento mayorista, a través de venta mediante mesones.

Tiendas de Conveniencia: **SMU** desarrolla esta área de negocio a través de la marca "OK Market", adquirida a fines de 2009. Este tipo de establecimientos son generalmente de reducido tamaño y fácil acceso desde las principales calles, orientándose a cubrir necesidades como alimentación (platos preparados y *snacks*), bebidas y otros productos para reposición de urgencia (abarros, 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 ("Big John"), por los establecimientos de las estaciones de servicio de combustibles (Copec, Petrobras, Shell, Terpel, cada una con su propia marca), por algunas farmacias que incluyen la venta de bebidas y *snacks*, y en ciertos casos también por 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 Lider (Walmart), Jumbo (Cencosud) y Tottus (Falabella).

Construcción: Con la adquisición de la cadena "Construmart" en enero de 2011, **SMU** ingresó al mercado de insumos de la construcción y de mejoramiento para el hogar, aunque la cadena está enfocada principalmente al primero de estos segmentos. A la fecha cuenta con 35 locales. Además cuenta con 65 locales asociados a través de la marca "Ferroexperto". En Chile este mercado es liderado por Falabella, con 72 puntos de venta de su filial Sodimac Chile a través de sus marcas Homecenter Sodimac, Sodimac Constructor, Homy y Ferretería Imperial, esta última especializada en ventas para la construcción; por "Easy", de Cencosud, con 30 locales y un enfoque en mejoramiento del hogar; por las asociaciones de ferreterías Chilemat (124 puntos de venta) y MTS (alrededor de 107 locales), y por las ferreterías independientes de menor tamaño. Es un mercado relativamente poco concentrado, por la presencia de las ferreterías más pequeñas y la existencia de cadenas especializadas en algunos tipos de materiales de construcción (aceros, Placacentros, etc.). La compañía estima una participación de mercado de en torno a 7,94% para este segmento.

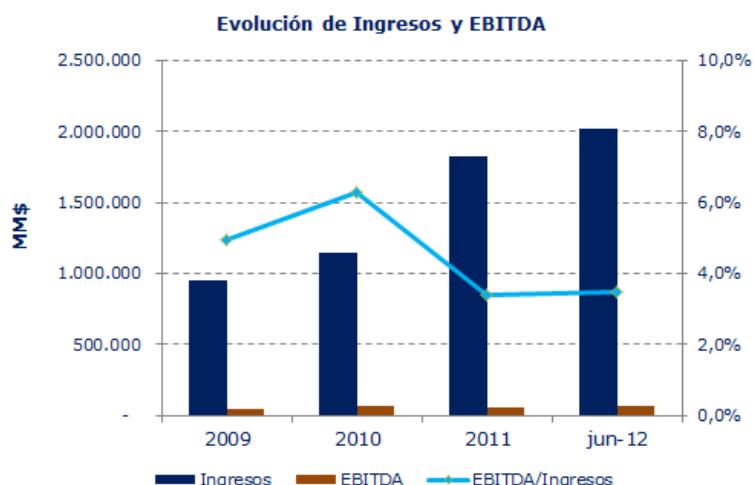
Durante el primer semestre de 2012, el desglose de los ingresos de **SMU** fue el siguiente:



Análisis Financiero⁵

Evolución ingresos por ventas y EBITDA

Los ingresos y la generación de caja de la empresa han tenido un crecimiento elevado, considerando el período con información pública. En el período 2009 hasta el año móvil terminado en junio de 2012, los ingresos han aumentado en 126%, mientras que el EBITDA se ha incrementado en casi 62%. Lo anterior ha estado sustentado en la incorporación de nuevas cadenas y en el desarrollo del modelo de negocios de la compañía, que incluyó el reposicionamiento de la marca Unimarc, bajo la cual uniformó las marcas de supermercados minoristas. La tasa de EBITDA a ingresos, luego de incrementarse a niveles superiores al 6%, se ha reducido a niveles de 3,5% por la incorporación de cadenas de menor margen bruto (ALVI y Construmart), estando la empresa aún en proceso de obtener totalmente las sinergias asociadas al crecimiento de la empresa.



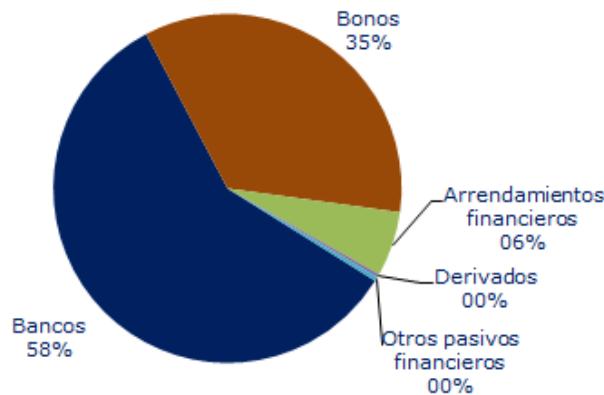
Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La deuda financiera de **SMU** al 30 de junio de 2012 alcanzaba a un total de \$ 636.539 millones, compuesta en su mayor parte por endeudamiento bancario y bonos corporativos, y en menor medida por arrendamientos financieros⁶. Del total, 21,5% se encontraba en la porción corriente y el resto a más de un año plazo.

⁵ Los datos a junio consideran el año móvil Julio 2011-Junio 2012, y han sido deflactados por la variación del IPC.

⁶No se incluyen las "Obligaciones por arrendamientos que califican como financieros", ya que éstos corresponden a arriendos que bajo IFRS deben ser clasificados como financieros por cumplir ciertos requisitos (por ejemplo el plazo del contrato de arriendo), pese a que son operativos.

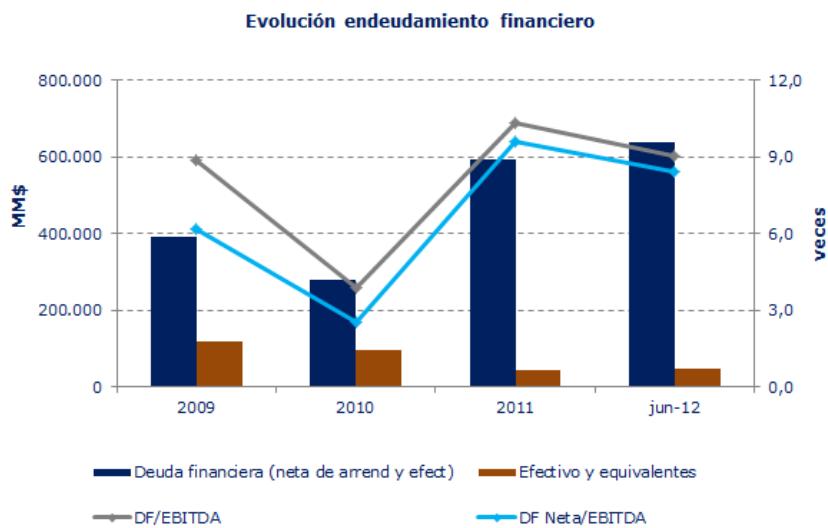
**Composición de la deuda financiera de SMU
al 30-06-2012**
Total: M\$ 636.539.113



El endeudamiento relativo de la empresa⁷ se había ubicado en torno a las 3,9 veces hacia fines de diciembre de 2010, cayendo a consecuencia tanto del aumento de la generación de caja como de la disminución de la deuda financiera bruta, en parte por los aumentos de capital realizados por la compañía que le permitieron prepagar deuda. No obstante, a fines de 2011 el índice de endeudamiento se situó en torno a las 10 veces, y habría caído a valores cercanos a 9 en el año móvil terminado en junio de 2012, y podría reducirse en caso que el EBITDA del tercer trimestre de 2012 sea efectivamente mayor que el registrado en igual período de 2011, como estima la compañía.

Con todo, estos niveles de endeudamiento podrían verse disminuidos en caso de concretarse el aumento de capital comprometido para fines de 2012, en caso que el mismo sea utilizado para prepagar deuda.

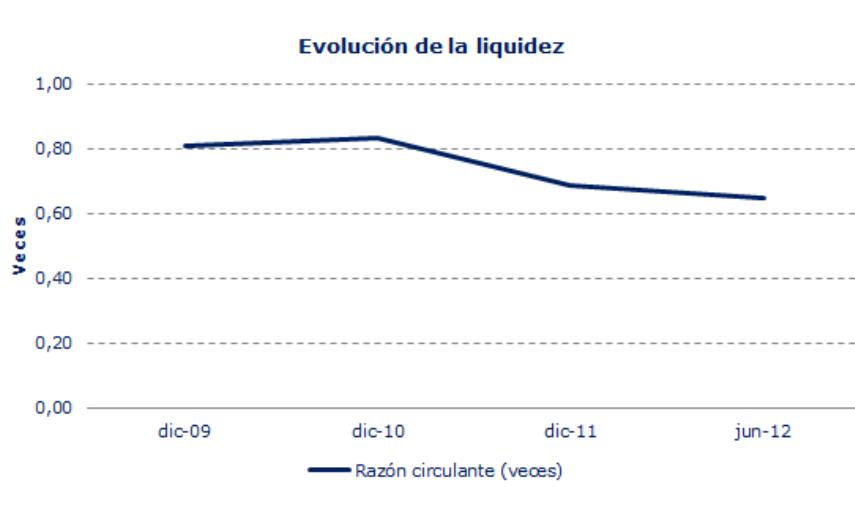
⁷ Deuda Financiera neta/EBITDA.



En general la empresa tiene un perfil de deuda adecuado incluso a su generación actual de caja, salvo durante los años 2015 y 2016, los cuales deberían ser refinaciados. No obstante, en caso de que el EBITDA incorpore las ganancias de eficiencia y sinergias, de manera que se incremente a valores consistentes con su Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁸, o se materialice el aumento de capital, la compañía no tendría inconvenientes en servir sus compromisos financieros.

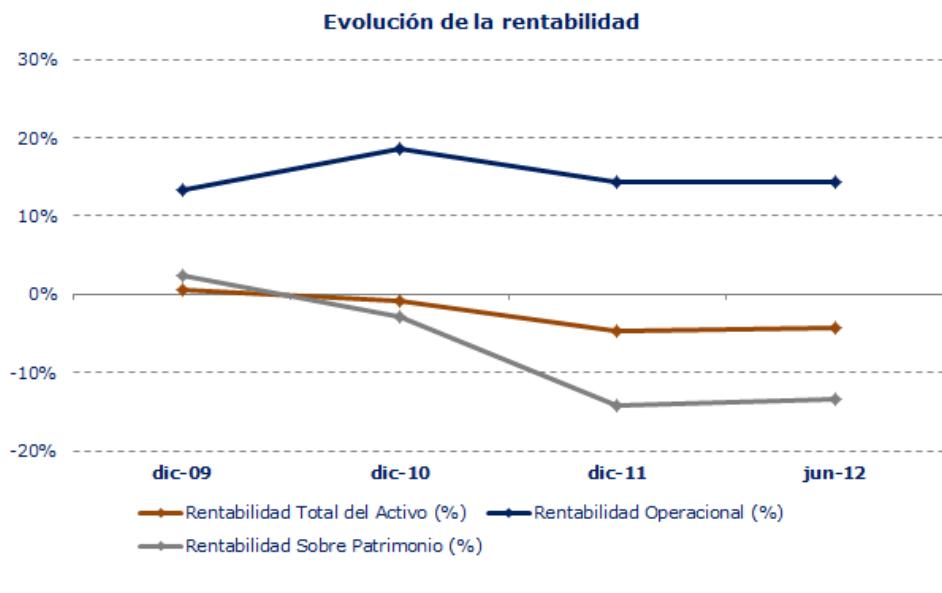
En términos de liquidez, la empresa se ha mantenido con una razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) menor a una vez, con una leve disminución en el año móvil finalizado en junio de 2012. Las principales cuentas de activos corrientes son “Efectivo y equivalentes”, “Deudores Comerciales” e “Inventarios”, mientras que en los pasivos corrientes son “Otros pasivos financieros corrientes” y “Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar”.

⁸ 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.



Evolución de la rentabilidad⁹

Luego de su incremento durante 2010, los indicadores de rentabilidad han presentado una caída, que se ha mantenido hasta el primer semestre de 2012, debido a las adquisiciones de diversas cadenas de supermercados, y de que aún no se aprovechan en su totalidad las sinergias y ganancias de eficiencia que tendrían efecto al optimizar la operación y aprovechar las economías de escala potenciales.



⁹ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos);
 Rentabilidad operacional = Resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio);
 Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

Bonos

Líneas y series de bonos inscritos

Línea de bonos N° 649

- Monto línea: U.F. 5.500.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 20 de diciembre de 2010

Primera Emisión

Serie A

- o Fecha colocación: enero 2011
- o Monto colocado: U.F. 2.000.000
- o Plazo: 4,8 años
- o Tasa de emisión: 4,1%

Series B y C: inscritas y no colocadas

Segunda Emisión

Serie E: inscrita y no colocada

Línea de bonos N° 650

- Monto línea: U.F. 5.500.000
- Plazo de la línea: 30 años
- Fecha de inscripción: 20 de diciembre de 2010

Primera Emisión

Serie D

- o Fecha colocación: enero 2011
- o Monto colocado: U.F. 1.000.000
- o Plazo: 17 años
- o Tasa de emisión: 4,7%

Segunda Emisión

Serie F: inscrita y no colocada

Línea de bonos N° 667

- Monto línea: U.F. 7.000.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Fecha de inscripción: 26 de mayo de 2011

Primera Emisión

Serie A

- o Fecha colocación: junio 2011
- o Monto colocado: U.F. 2.000.000
- o Plazo: 5 años
- o Tasa de emisión: 3,4%

Serie C

- o Fecha colocación: abril 2012
- o Monto colocado: U.F. 2.000.000
- o Plazo: 5 años
- o Tasa de emisión: 5,2%

Línea de bonos N° 668

- Monto línea: U.F. 7.000.000
- Plazo de la línea: 30 años
- Fecha de inscripción: 26 de mayo de 2011

Primera Emisión

Serie B

- o Fecha colocación: junio 2011
- o Monto colocado: U.F. 3.000.000
- o Plazo: 21 años
- o Tasa de emisión: 3,8%

Resguardos financieros de los Bonos

De acuerdo a las modificaciones aprobadas en junta de tenedores de bonos del 4 de noviembre último, los actuales resguardos financieros de todas las líneas de bonos de **SMU** son los siguientes:

Covenants financieros		
Definición	Resguardo y fecha de vigencia	Valor medido
Deuda financiera neta sobre Patrimonio total	-Desde el 31 de marzo de 2011: menor a 1,5 veces. -Desde el 1 de enero de 2012: menor a 1,3 veces.	0,82 veces al 30 de junio de 2012
Cobertura de Gasto Financiero Neto	-Desde el 31 de diciembre de 2011 y hasta el 31 de diciembre de 2012: mayor o igual a 1,25 veces. - Desde el 1 de enero de 2013 y hasta el 30 de junio de 2013: mayor o igual a 1,5 veces. - Desde el 1 de julio de 2013 y hasta el 31 de diciembre de 2013: mayor o igual a 2,0 veces. - Desde el 1 de enero de 2014 en adelante: mayor o igual a 2,5 veces.	1,26 veces al 30 de junio de 2012.
Porcentaje mínimo de Ingresos provenientes de las áreas de negocios de supermercados, materiales de construcción, mejoramiento del hogar, retail, venta al por mayor y al detalle, y evaluación, otorgamiento y administración de créditos	70%, durante la vigencia de los bonos.	100%

Respecto de la “Cobertura de Gasto Financiero Neto”, el contrato de modificación de la línea de bonos establece algunas condiciones que implican que si la cobertura es mejor que la indicada por el resguardo, éste debe modificarse de la siguiente manera:

“si en los Estados Financieros correspondientes al período comprendido entre el treinta y uno de marzo de dos mil doce y el treinta y uno de diciembre de dos mil doce el Nivel de Cobertura incurrido por el Emisor fuese mayor o igual a uno coma setenta y cinco y menor a dos coma cinco veces, a partir de la fecha del Estado Financiero en que conste dicha medición y hasta el treinta de Junio de dos mil trece el Nivel de Cobertura será mayor o igual a uno coma cinco veces; ii) si en los Estados Financieros correspondientes al período comprendido entre el treinta y uno de marzo de dos mil doce y el treinta de junio de dos mil trece el Nivel de Cobertura incurrido por el Emisor fuese mayor o igual a dos coma cinco veces y menor a tres veces, a partir de la fecha del Estado Financiero en que conste dicha medición y hasta el treinta y uno de diciembre de dos mil trece el Nivel de Cobertura será mayor o igual a dos veces; y iii) si en los Estados Financieros correspondientes

al período comprendido entre el treinta y uno de marzo de dos mil doce y el treinta y uno de diciembre de dos mil trece el Nivel de Cobertura incurrido por el Emisor fuese mayor o igual a tres veces, a partir del Estado Financiero en que conste dicha medición el Nivel de Cobertura será mayor o igual a dos coma cinco veces. Si el Nivel de Cobertura se modificare de acuerdo a lo señalado en los números i), ii), y iii) precedentes se entenderá que esa modificación es definitiva y éste no podrá ser disminuido posteriormente a causa por futuras mediciones”

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) EBITDA: “Ingresos de Actividades Ordinarias” + “Costo de Ventas” + “Gastos de Distribución” + “Gastos de Administración” – “Depreciación y Amortización”.
- iii) Gastos Financieros Netos: Se entenderá por Gastos Financieros Netos la 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 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.”