



CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

SMU S.A.

Octubre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	B En Observación
EEFF base	30 de junio de 2014

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos a 10 años ¹	Nº 649 de 20.12.2010
Serie A	Primera Emisión
Línea de Bonos a 30 años	Nº 650 de 20.12.2010
Serie D	Primera Emisión
Línea de Bonos a 10 años	Nº 667 de 26.05.2011
Serie A	Primera Emisión
Serie C	Primera Emisión
Línea de Bonos a 30 años	Nº 668 de 26.05.2011
Serie B	Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado Resumido, IFRS

MM\$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Jun 2013	Ene-Jun 2014
Ingresos Ordinarios	884.932	1.077.951	1.768.862	1.855.301	1.909.417	914.558	947.122
Costo de Ventas	-661.661	-787.823	-1.369.868	-1.391.925	-1.443.402	-689.569	-705.221
Total Gastos de Administración y Distribución	-199.360	-259.140	-406.478	-446.668	-550.424	-263.556	- 243.345
Resultado Operacional	23.911	30.988	-7.484	16.707	-84.410	-38.567	-1.444
Gastos Financieros	-21.452	-30.071	-48.939	-47.229	-75.887	-37.383	-32.849
Ganancia (Pérdida)	4.976	-8.145	-74.173	-42.122	-531.241	-286.033	-56.813
EBITDA	43.971	68.215	61.217	68.653	-18.233	-8.922	27.872

¹ Las 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" para **SMU**.

Estado de Situación Financiera Resumido, IFRS

MM\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	30-06-2014
Activos Corrientes	225.954	308.021	373.773	471.615	472.113	427.063
Activos No Corrientes	650.728	804.626	1.738.353	1.762.065	1.330.116	1.322.858
Total de Activos	876.682	1.112.647	2.112.126	2.233.681	1.802.229	1.749.921
Pasivos Corrientes	280.247	369.794	544.658	678.031	586.240	577.474
Pasivos No Corrientes	396.328	384.978	814.395	790.446	805.228	818.256
Total de Pasivo	676.574	754.772	1.359.054	1.468.478	1.391.468	1.395.730
Patrimonio Total	200.108	357.876	753.072	765.203	410.761	354.191
Total de Pasivos y Patrimonio	876.682	1.112.647	2.112.126	2.233.681	1.802.229	1.749.921
Deuda Financiera	476.927	438.795	919.511	857.211	853.882	888.115

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 539 locales bajo las marcas "Unimarc" (supermercados minoristas), "Construmart" (materiales de construcción), "OK Market" (tiendas de conveniencia), "Telemercadoss" (e-commerce) mientras que en ventas al por mayor utiliza los nombres "Alvi" y "Mayorista 10". En Perú opera 21 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.

Al 30 de junio de 2014 se presentan como operaciones discontinuadas aquellas del segmento insumos para la construcción ("Construmart") y los activos incluidos en la sociedad "Bigger". El primero de ellos se clasifica, además, como activo disponible para la venta, al igual que las operaciones en Perú, en tanto que la sociedad Bigger – en la cual se incluyeron los locales, centros de distribución y la marca que el TDLC solicitó vender post fusión de SMU con SdS – fue enajenada con fecha 3 de junio.

Durante el primer semestre de 2014, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 1.714 millones² y un EBITDA de US\$ 50 millones. A esa fecha la deuda financiera según balance de **SMU** ascendía a US\$ 1.607 millones; no obstante, el 27,5% de ellos, US\$ 442 millones, corresponden a obligaciones por arrendamiento, por lo cual US\$ 1.164 millones responden a deuda bancaria, bonos, leasings financieros, derivados y otros pasivos financieros.

El principal elemento que da sustento a la clasificación de **SMU** en "Categoría B" es la constatación de las dificultades que ha encontrado la administración para armonizar las operaciones de las distintas cadenas

² Tipo de cambio al 30 de junio de 2014: \$ 552,72 /US\$.

adquiridas por esta compañía, lo cual ha impedido alcanzar las sinergias y economías de escala esperadas, conllevando a una presión a sus flujos de caja, al incumplimiento de los *covenants* asumidos con sus acreedores y a la necesidad de realizar una fuerte inyección de recursos vía aumentos de capital, hechos que han reducido sustancialmente la flexibilidad financiera del emisor y han afectado negativamente su imagen corporativa. Asimismo, la categoría de riesgo asignada reconoce que los ajustes a su modelo de negocios, implementados en el marco del Plan Trianual 2014 – 2016 que la Compañía se encuentra desarrollando, deben consolidarse de manera tal que, junto con lograr una adecuada y estable rentabilidad en el tiempo, genere confianza entre sus acreedores y proveedores.

En el caso de valores de oferta pública emitidos, en junta de tenedores de bonos se acordó suspender (*waiver*), hasta los estados financieros al 31 de diciembre de 2016, la exigibilidad del cumplimiento de los indicadores "Nivel de Endeudamiento Neto" y de "Nivel de Cobertura de Gastos Financieros". Respecto a las obligaciones con bancos, cabe señalar que, por una parte, los accionistas controladores adquirieron el 30 de septiembre \$ 10.000 millones de las acreencias asociadas al Tramo III del contrato de reprogramación sindicada, ligado a la venta de los activos prescindibles Construmart S.A. y Montserrat S.A.C., aplazando el pago del remanente de dicho Tramo hasta junio de 2015, y, eventualmente hasta diciembre de 2015, sujeto a la condición de continuar con el proceso de venta de Contrumart S.A. y Montserrat S.A.C.. En caso que a esa fecha no se hubiese materializado la venta de los activos o el producto de su enajenación fuese menor al capital adeudado, el acuerdo establece que los controladores adquirirán el 50% del saldo de capital remanente (considerando los \$ 10.000 millones ya adquiridos en 2014), el saldo del tramo III del contrato de reprogramación sindicada será reprogramado al largo plazo, con amortizaciones crecientes entre 2016 y 2020.

La clasificación de riesgo asume que la venta de activos prescindibles se efectuará en un período de tiempo razonable, o, en su defecto, el grupo controlador adquirirá las acreencias a las que se comprometió, descomprimiendo las necesidades de caja de la compañía y generando las condiciones suficientes para que la administración pueda avocarse más intensamente, de acuerdo a información proporcionada por el emisor, a implementar el ajuste en su plan de negocio que pueda desarrollar las potencialidades de sus unidades de negocios. Con todo, esta clasificadora monitoreará permanentemente el cumplimiento de las metas señaladas por la administración y su efecto en la esperada mayor rentabilidad operativa de la compañía.

Por otro lado, la clasificación reconoce la fortaleza de la marca y la amplia cobertura geográfica de los locales de venta, que permiten que el emisor exhiba una participación de mercado que alcanza cerca de un 22,2%. Asimismo, se destaca que la estrategia de la empresa en este segmento ha sido enfocarse, principalmente, pero no en forma exclusiva, en la oferta de alimentos, y productos de gran consumo, como son, 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.

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*. Asimismo, la diversificación geográfica de las ventas de la empresa, disminuye su dependencia a la actividad económica de una región en particular.

En opinión de **Humphreys**, las características positivas descritas otorgan al emisor una adecuada fortaleza estructural que sustentan la viabilidad del negocio en el largo plazo, previa solución de los problemas que la compañía enfrenta en el corto plazo y a la formulación de un modelo de negocios y de gestión que sea concordante con las fortalezas y debilidades que presenta **SMU**.

La tendencia de la clasificación de **SMU** se califica “*En Observación*”, por cuanto, si bien se reconoce que la reprogramación de pasivos alivia la situación financiera de la compañía, pues además el accionista controlador comprometió el financiamiento de la amortización del bono local que vence en 2015, y se evalúa en forma positiva el incremento registrado en la generación de EBITDA, aún se requiere un crecimiento importante de la capacidad de generación de flujos para poder hacer frente a sus compromisos financieros. De esta manera, se debe seguir monitoreando la capacidad de la administración en implementar el ajuste en el modelo de negocio, en un entorno de estrés financiero y de rentabilizar la operación de las diversas cadenas integradas, materializando las sinergias esperadas.

Hechos recientes

Resultados enero-diciembre 2013

En el período de doce meses terminado en diciembre de 2013, los ingresos ordinarios de **SMU** fueron de \$ 1.909.417 millones, aumentando 2,9% respecto de 2012.

El costo de ventas del período, en tanto, creció 3,7% hasta \$ 1.443.402 millones. La mayor expansión de los costos respecto de los ingresos implicó un incremento del margen bruto como proporción de los ingresos desde 25,0% a 24,4%.

Los gastos de administración y de distribución crecieron 23,2%, llegando a \$ 550.424 millones, lo que significó que el resultado operacional pasara de un resultado positivo de \$16.707 millones en 2012, a una pérdida de \$84.410 millones en 2013. El EBITDA, por su parte, exhibió un decrecimiento de 126,6%, totalizando un resultado negativo de \$ 18.233 millones.

Finalmente, a diciembre 2013, **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 531.241 millones, lo que se compara negativamente con la pérdida de \$42.122 millones registrada en 2012.

Resultados enero-junio 2014

En los primeros seis meses de 2014, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 947.122 millones, experimentando un incremento de 3,6% respecto de igual período de 2013, a pesar de una reducción en el número de locales respecto del año anterior.

El costo de ventas del período creció 2,3%, hasta \$ 705.221 millones. De esta manera, el margen bruto se incrementó desde 24,6% exhibido en el mismo período del año anterior, a 25,5% durante el primer semestre del presente año.

Los gastos de administración y de distribución se redujeron en 7,7%, totalizando \$ 243.345 millones, debido, a los planes de racionalización de los gastos y de portafolio de locales. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional pasó de una pérdida de \$38.567 en el primer semestre de 2013 a un resultado negativo de \$1.444 millones en el primer semestre del presente año.

De este modo, el EBITDA pasa de un resultado negativo de \$8.922 millones en la primera mitad de 2013, a un resultado positivo de \$27.872 millones en el primer semestre de 2014.

Finalmente, durante el primer semestre de 2014, **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 56.813 millones, lo que se compara positivamente con el resultado negativo de \$286.033 millones durante el primer semestre del 2013.

Eventos recientes

Durante diciembre de 2013 se enteró el incremento de capital por \$151.330 millones aprobado en octubre de 2013, manteniéndose pendiente, por lo tanto, un segundo aumento de capital por \$100.200 millones, el que deberá ser suscrito y pagado en un plazo de dos años.

Por otra parte, luego que los accionistas adquirieran acreencias por \$ 10.000 millones el 30 de septiembre de 2014, los acreedores bancarios han aceptado prorrogar el pago de las obligaciones del tramo III del contrato de reprogramación de **SMU**, hasta el 1 de junio de 2015, siendo posible su extensión hasta diciembre de 2015, sujeto a la condición de que la sociedad haya continuado con los procesos de venta de Construmart S.A. y su participación accionaria en Supermercados Montserrat S.A.C. y sus relacionadas. En caso que los recursos obtenidos de la venta sean inferiores a \$52.500 millones, el 50% del crédito sindicado (descontando los \$ 10.000 ya cancelados en septiembre) será adquirido por los accionistas controladores, y el saldo restante del crédito sindicado será reprogramado al largo plazo.

Adicionalmente, el accionista controlador, en el marco de la renegociación con los bancos desarrollada en septiembre, comprometió la amortización del capital bajo los contratos de emisiones de deuda local de la compañía que vencen en noviembre de 2015.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Orientación al segmento de alimentos (menor volatilidad con ciclos económicos).
- 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 consolidar el modelo de negocio.
- Estrechez financiera.
- Fuerte competencia al interior de la industria (riesgo acentuado para el emisor por su situación actual).
- Baja capacidad financiera para invertir.

Definición de categoría de riesgo

Categoría B

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Tendencia En Observación

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

Oportunidades y fortalezas

Enfoque en productos de primera necesidad en supermercados y mayorista: La estrategia de supermercados "Unimarc", 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 (siempre bajo el supuesto de una estrategia acertada en el ámbito comercial y un adecuado manejo por parte de la administración, entre otras).

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 309 y 102 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.

Segmento mayorista y tiendas de conveniencia: Con 102 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 125 tiendas de conveniencia, representadas por la marca "OK Market", alcanzan a sólo un 2,2% 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 agentes de elevado tamaño (Walmart Chile y Cencosud) tornan a sus participantes altamente vulnerables 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, rentabilizando su operación.

Dificultad para incrementar márgenes: La incorporación de cadenas que presentaban distintos tamaños y niveles de eficiencia representaba para la administración el desafío de armonizar las operaciones de las mismas y aprovechar las potenciales economías de escala. No obstante, en los hechos, no se ha registrado el incremento de los márgenes requerido para alcanzar un *ratio* de flujo respecto a endeudamiento acorde con una clasificación de riesgo compatible con grado de inversión o, en su defecto, mostrar una tendencia que permita presumir que pudiera ser alcanzada en el futuro. En opinión de la clasificadora, la realidad demostró que el modelo de negocio aplicado anteriormente por la administración no resultó ser acertado y, por ende, debió ser reformulado, lo que se tradujo en un plan trianual para el período 2014-2016, necesitándose su consolidación, de manera de ser capaz de incrementar la capacidad de generación de flujos de la compañía.

Dificultades en la implementación del modelo de negocios: En el pasado, la dificultad de disponer de un *mix* adecuado de productos en sala y la complejidad para incrementar los márgenes a los niveles esperados, establecieron una presión sobre la administración. Actualmente, se ha reformulado el modelo de negocios, el cual está diseñado para corregir los errores pasados, pero requerirá tiempo para su consolidación, pues será desarrollado en un plazo de 3 años, que finaliza en 2016.

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, tales como la cadena de tiendas de conveniencia “OK Market” en 2010 y Alvi (que incluía las marcas Alvi y Dipac en Chile y Mayorsa en Perú) y Construmart en 2011.

Un punto relevante del crecimiento de la emisora lo constituye la fusión, en septiembre de 2011, de **SMU** y Supermercados del Sur. Esta última correspondía a una cadena de supermercados mayoristas y minoristas presente con 110 locales, principalmente entre las regiones del Biobío y de Los Lagos.

Como se ha dicho anteriormente, producto de la estrechez financiera por la que atraviesa la compañía, se ha decidido enajenar Construmart y la participación no controladora de 40% en Supermercados Montserrat, en tanto que se ha completado la venta de la cadena Dipac y los activos (20 locales, 3 centros de distribución y la marca Bigger) requeridos por el Tribunal de Libre Competencia después de la fusión de SMU y SdS, los cuales se traspasaron como una única unidad económica el 3 de junio de 2014.

Propiedad y administración

La estructura de propiedad de **SMU** al 30 de junio de 2014 es la que se muestra a continuación:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones SMU Matriz Ltda.	49,09%
Gestora Omega Ltda.	11,25%
SYR Inversiones Ltda.	7,50%
FIP Epsilon	5,36%
FIP Gamma	4,45%
FIP Kappa	4,00%
Croacia FIP	3,83%
Brator Uno FIP	2,80%
Agrícola Corniglia Ltda.	2,45%
FIP Alpha	1,66%
Inversiones Rendic S.A.	1,62%
FIP Alpha II	1,52%
Resto	4,47%
TOTAL	100%

En el sector financiero, el grupo Saieh es controlador 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, habiendo adquirido las operaciones del banco Santander en Colombia, y encontrándose actualmente en proceso de fusión de sus operaciones con el Banco Itaú. 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. 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 y Melipilla).

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

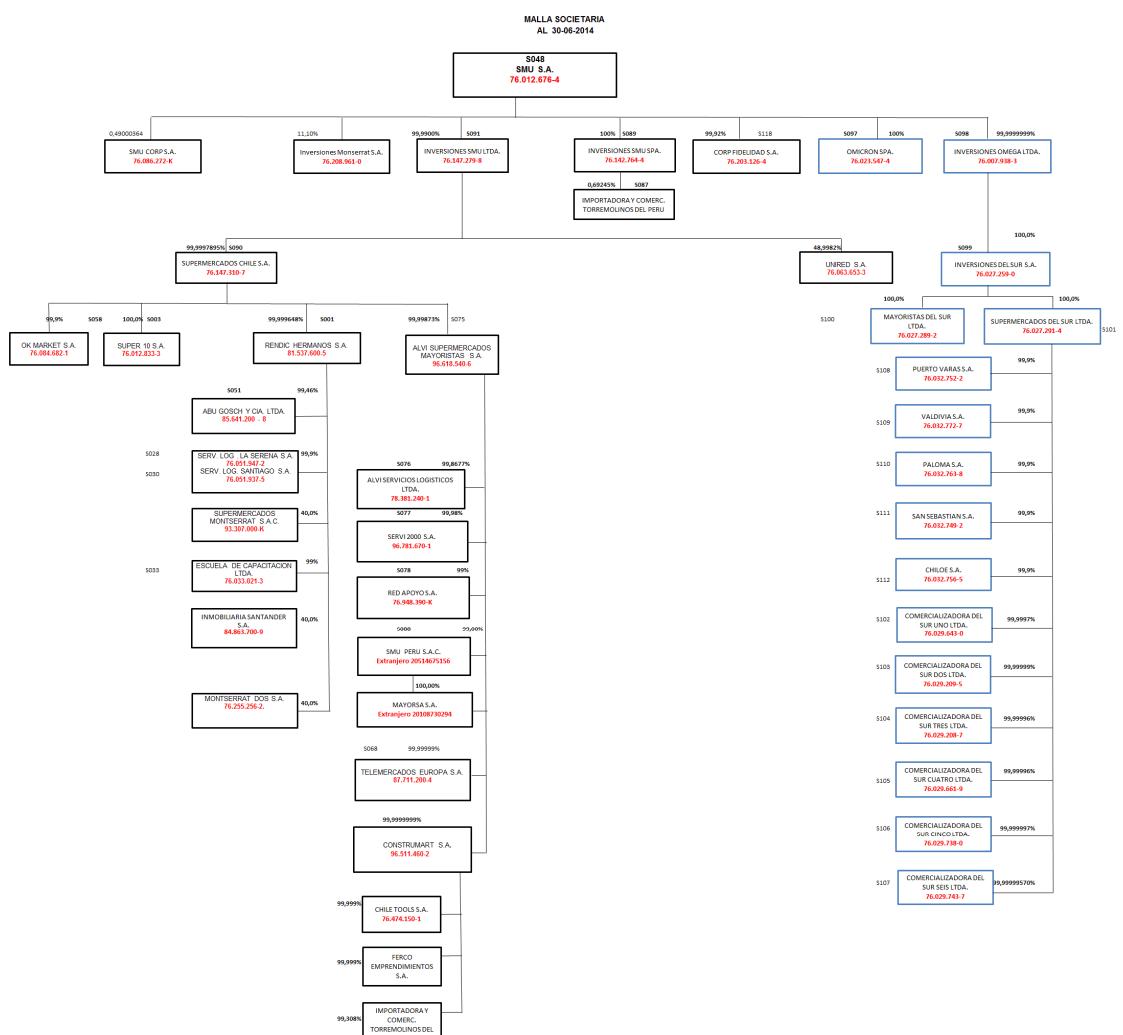
Nombre	
Nombre	Cargo
Alvaro Saieh Beneck	Presidente del Directorio
María Pilar Dañobeltía Estades	Vicepresidente
Fernando del Solar Concha	Director
Alejandro Álvarez Aravena	Director
Pedro Pablo Cuevas Larraín	Director
Juan Rendic Lazo	Director
Horacio Salamanca Ubaldi	Director
Raul Sotomayor Valenzuela	Director
Abel Bouchon Silva	Director

La administración está constituida por los gerentes detallados a continuación:

Nombre	Cargo
Marcelo Galvez Saldías	Gerente General
Fernando Batlle	Contralor
Felipe Benavides	Fiscal
Arturo Silva Ortiz	Gerente Corporativo de Administración y Finanzas
Horacio Montalva	Gerente Comercial
Fernando Ureta	Gerente Corporativo de Área Inmobiliaria
Francisco Guzmán	Gerente Corporativo de Marketing

Estructura de la compañía y segmentos de negocio

La estructura societaria al 30 de junio de 2014 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, donde posee el 22,2% de la participación de mercado a junio de 2014, y el de materiales de construcción, este último en proceso de venta. 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" (312 locales), orientándose la empresa a supermercados de tamaño mediano, que fluctúan entre los 180 y 5.400m² (superficie promedio de 1.350 m²), y cuyo foco es la venta de alimentos y productos básicos para el hogar, en particular con el concepto de "food market", 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 (37,7% 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 precios más bajos, aunque de mayor tamaño); Cencosud (26,4% del mercado), con las marcas "Santa Isabel" (supermercados) y "Jumbo" (hipermercados); y Falabella (6,8% del mercado), mediante la marca "Tottus" (súper e hipermercados). 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, 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 102 tiendas. En Perú, la marca con que se desarrolla la venta de supermercados al mayoreo es "Mayorsa" (21 tiendas). En Chile **SMU** es líder del segmento mayorista, no obstante, considerando que se trata de locales posicionados como de bajo precio y de autoservicios, parte de su competencia también incluye a minoristas como "Ekono" y "Súper Bodega ACuenta", también enfocados al segmento que busca precios bajos.

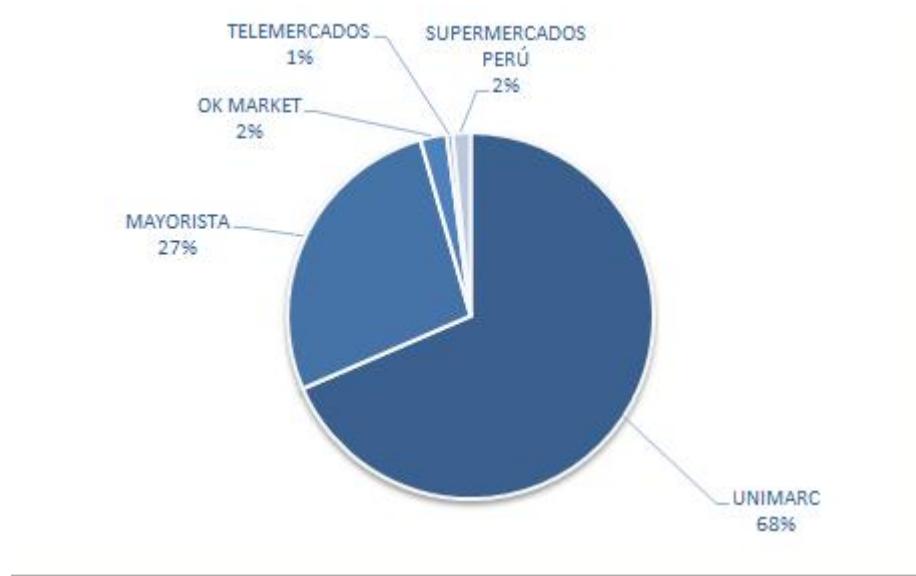
Tiendas de conveniencia: **SMU** desarrolla esta área de negocio a través de la marca "OK Market", adquirida a fines de 2009. Este tipo de establecimientos, que alcanzan a 125 locales, son generalmente de reducido tamaño y fácil acceso desde las principales calles, orientándose a cubrir necesidades como 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. No obstante, actualmente esta cadena se encuentra en proceso de enajenación.³

La Ilustración 1 muestra el desglose de los ingresos de **SMU** durante el primer semestre de 2014.

Ilustración 1
Distribución Ingresos SMU 2014.S1

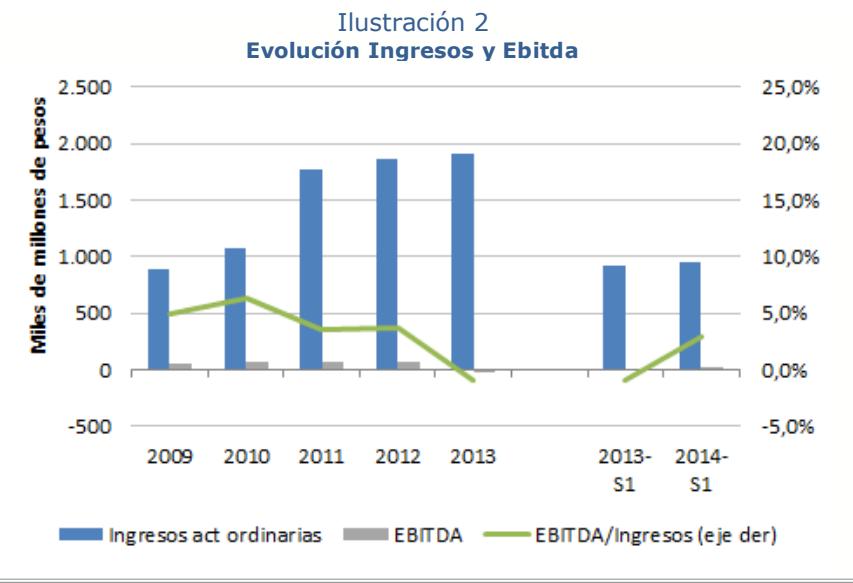


Análisis financiero

Evolución ingresos por ventas y EBITDA

Aun cuando durante el período 2009-2013 los ingresos crecieron a una tasa acumulada de 116%, producto principalmente del crecimiento inorgánico de la emisora, el EBITDA mostró un relativo estancamiento en el período 2010-2012, para, posteriormente, exhibir valores negativos. Esta situación ha logrado revertirse parcialmente en el último semestre, con la implementación de un plan de negocios que contempla el cierre de aquellos locales de menor rentabilidad (ver Ilustración 2).

³ De esta manera, el resultado de Construmart está aislado en los EEFF de la compañía, presentándose en la línea “Pérdida del Período de Operaciones Discontinuadas”



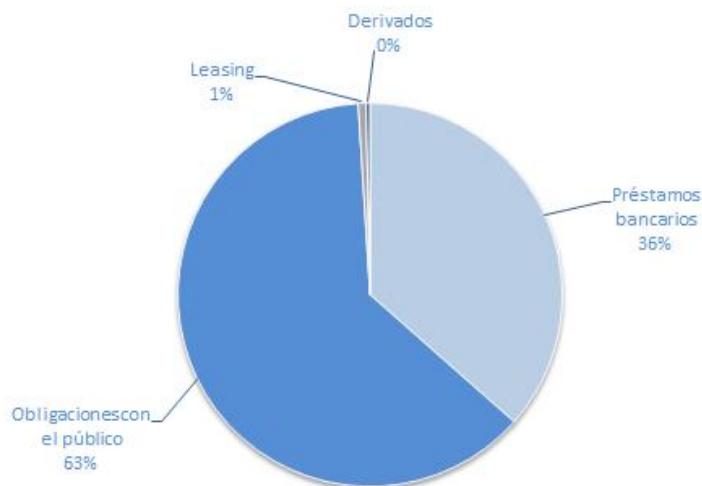
Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez⁴

La deuda financiera total reportada por **SMU** alcanzaba a \$888.115 millones. Sin embargo, a ésta deben deducirse los contratos de arriendo que califican como arrendamientos financieros, toda vez que estos corresponden a arriendos que, por cumplir ciertos requisitos (por ejemplo el plazo del contrato de arriendo), bajo IFRS deben ser clasificados como financieros, pese a que son operativos.

De este modo, al 30 de junio de 2014 la deuda financiera alcanzaba un total de \$ 647.906 millones, compuesta en su mayor parte por bonos corporativos y endeudamiento bancario, y en menor medida por *leasing financieros*. Del total, un 14,1% se encontraba en la porción corriente y el resto a más de un año plazo (ver Ilustración 3).

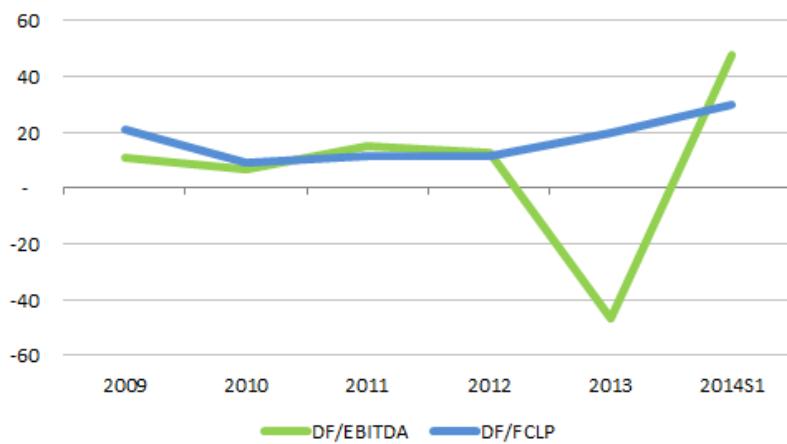
⁴ Los datos a junio consideran el año móvil julio 2013-junio 2014, y han sido deflactados por la variación del IPC.

Ilustración 3
Estructura Deuda Financiera SMU
(a junio de 2014)



El endeudamiento relativo de la empresa, medido como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/Flujo de Caja de largo Plazo (FCLP),⁵ ⁶ luego de mantenerse, se ha elevado en la última observación a niveles cercanos a 48 veces en el caso del indicador DF/EBITDA, o 30 veces si se considera la relación DF/FCLP, como se aprecia en la Ilustración 4.

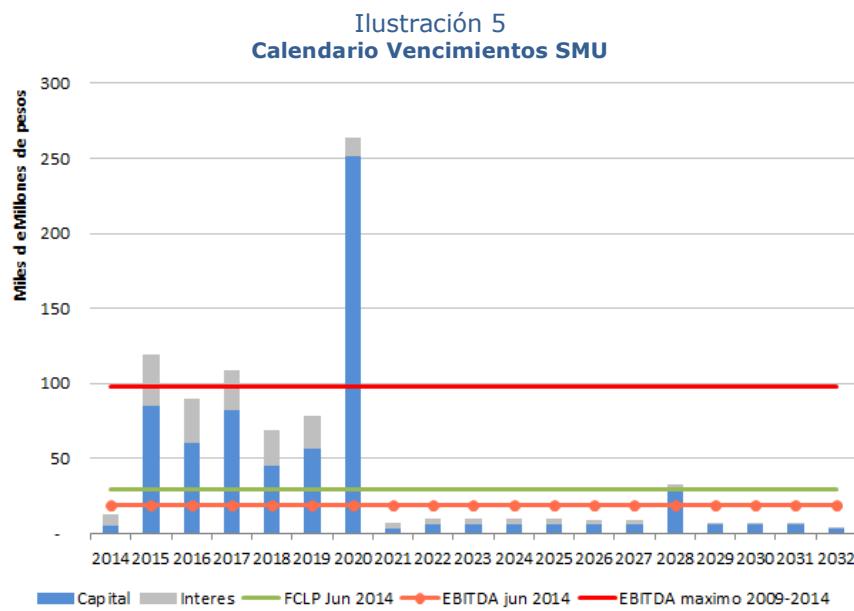
Ilustración 4
SMU
Indicadores Endeudamiento Relativo



⁵ 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.

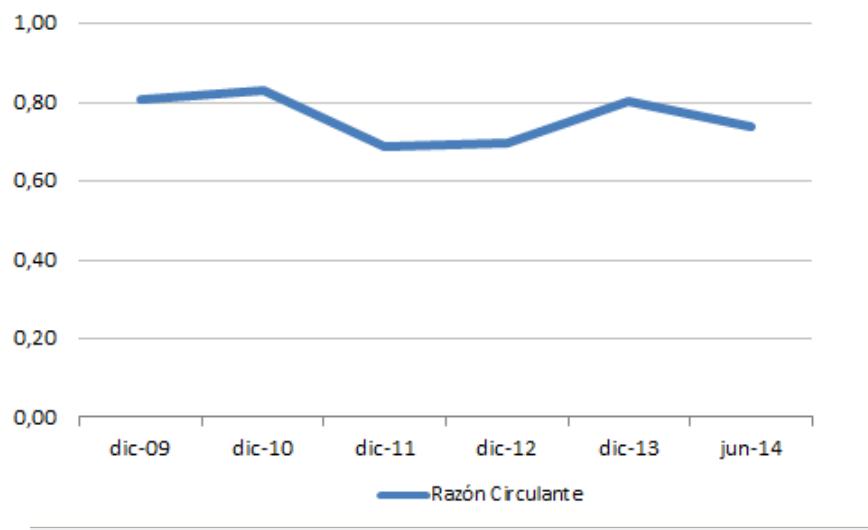
⁶ De acuerdo a la metodología **Humphreys**, la deuda financiera incluye los arrendamientos financieros, en tanto que el EBITDA y FCLP contempla los flujos de los últimos doce meses.

De acuerdo a las renegociaciones de la deuda bancaria, el perfil de vencimientos de **SMU** se encuentra altamente estresado, dada su capacidad de generación de caja (medida como EBITDA o FCLP), lo cual requeriría, de acuerdo a lo informado por la administración, de la enajenación de los activos para hacer frente a los compromisos financieros de la compañía para el año 2015, o, en su defecto, de la adquisición de las acreencias por parte del accionista controlador (ver Ilustración 5). Con todo, cabe destacar que el accionista controlador ha demostrado en los hechos su compromiso con la compañía, habiendo (i) enterado un aumento de capital de USD 300 millones en 2013, (ii) adquirido \$ 10.000 en acreencias bancarias relacionadas al Tramo III de la deuda, (iii) comprometido el pago de la amortización del bono local con vencimiento en noviembre de 2015 por aproximadamente US\$ 100 millones y (iv) comprometido el pago del 50% del remanente del saldo del tramo III del contrato sindicado en diciembre de 2015.



En términos de liquidez, la empresa se ha mantenido con una razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) menor a una vez, estabilizándose en valores cercanos a 0,7 veces. 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" (ver Ilustración 6).

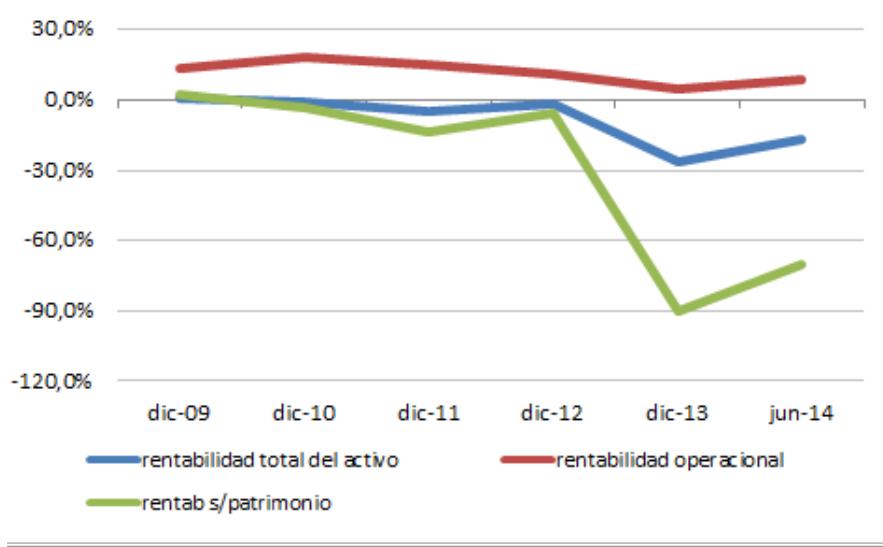
**Ilustración 6
Razón Circulante SMU**



Evolución de la rentabilidad⁷

Luego de presentar una leve tendencia a la baja hasta 2012, los indicadores de rentabilidad exhibieron una fuerte contracción en 2013. Incluso durante ese período la rentabilidad sobre el patrimonio exhibe valores cercanos a -90%, la cual se revierte parcialmente hacia el primer semestre de 2014. Con todo, la rentabilidad sobre el patrimonio es cercana a -70%, en tanto que la rentabilidad total del activo se sitúa en valores cercanos a -17% (ver Ilustración 7)

**Ilustración 7
Evolución Rentabilidad SMU**



⁷ 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 Nº 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

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

Línea de bonos Nº 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

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

Línea de bonos Nº 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

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

Serie C

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

Línea de bonos Nº 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

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

Resguardos financieros de los bonos

De acuerdo a las últimas modificaciones aprobadas en junta de tenedores de bonos, 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	- A contar de los estados Financieros al 31 de diciembre de 2016, el nivel de endeudamiento financiero neto deberá ser inferior a 1,3 veces.	Suspendida su medición
Cobertura de Gasto Financiero Neto	- A contar de los estados Financieros al 31 de diciembre de 2016, la cobertura de gastos financieros netos deberá ser mayor o igual a 2,5 veces.	Suspendida su medición

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: 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”.