



Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista
Margarita Andrade P.
Tel. (56) 22433 5213
margarita.andrade@humphreys.cl

SMU S.A.

Octubre 2015

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
Líneas de bonos Tendencia	B Favorable ¹
EEFF base	30 de junio de 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de Bonos a 10 años Serie A (BSDSU-A)	Nº 649 de 20.12.2010 Primera Emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie D (BSDSU-D)	Nº 650 de 20.12.2010 Primera Emisión
Línea de Bonos a 10 años Serie A (BCSMU-A)	Nº 667 de 26.05.2011 Primera Emisión
Serie C (BCSMU-C)	Segunda Emisión
Línea de Bonos a 30 años Serie B (BCSMU-B)	Nº 668 de 26.05.2011 Primera Emisión

Estados de resultados por función consolidados IFRS					
M\$ de cada período	2011	2012	2013	2014	Ene-Jun 2015
Ingresos de activ. ordinarias	1.768.862.254	1.855.300.955	1.909.416.591	1.974.230.951	1.013.766.218
Costo de ventas	-1.369.868.053	-1.391.925.479	-1.443.402.208	-1.468.193.874	-745.208.139
Ganancia bruta	398.994.201	463.375.476	466.014.383	506.037.077	268.558.079
Costos de distribución	-14.817.145	-19.776.055	-27.170.285	-21.828.854	-9.763.881
Gastos de administración	-391.660.953	-426.892.229	-523.253.623	-471.440.832	-235.632.494
Resultado operacional	-7.483.897	16.707.192	-84.409.525	12.767.391	23.161.704
Gastos financieros	-48.939.126	-47.228.612	-75.887.080	-66.935.909	-34.453.926
Ganancia (pérdida)	-74.172.590	-42.121.573	-531.240.900	-100.276.828	-22.024.036
EBITDA	61.217.130	68.653.048	-18.232.854	70.920.463	51.185.707

Estados de situación financiera clasificado consolidados IFRS					
M\$ de cada período	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-06-2015
Activos corrientes	373.772.929	471.615.323	472.113.008	426.326.207	371.697.676
Activos no corrientes	1.738.352.934	1.762.065.249	1.330.116.015	1.440.579.750	1.427.517.761
Total activos	2.112.125.863	2.233.680.572	1.802.229.023	1.866.905.957	1.799.215.437
Pasivos corrientes	544.658.395	678.031.351	586.240.203	683.982.143	686.697.120
Pasivos no corrientes	814.395.465	790.446.299	805.227.818	807.350.513	759.356.181
Total de pasivo	1.359.053.860	1.468.477.650	1.391.468.021	1.491.332.656	1.446.053.301
Patrimonio total	753.072.003	765.202.922	410.761.002	375.573.301	353.162.136
Total patrimonio y pasivos	2.112.125.863	2.233.680.572	1.802.229.023	1.866.905.957	1.799.215.437
Deuda financiera ²	919.511.394	857.210.614	853.881.884	931.764.810	924.681.219

¹ Tendencia anterior: En Observación.

² Incluye: Otros pasivos financieros corrientes, Otros pasivos financieros no corrientes y Cuentas por pagar a empresas relacionadas que devengan intereses.

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 506 locales bajo las marcas "Unimarc" (supermercados minoristas), "OK Market" (tiendas de conveniencia), "Telemercados" (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" y "Maxibodega", clasificados como activos disponibles para la venta. 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 2015 se presentan como operaciones discontinuadas aquellas del segmento insumos para la construcción ("Construmart"), el que además se clasifica como activo disponible para la venta.

Durante el primer semestre de 2015, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 1.586 millones³ y un EBITDA de US\$ 80 millones. A esa fecha la deuda financiera según balance de **SMU** ascendía a US\$ 1.447 millones; no obstante, el 26,8% de ella correspondía a obligaciones por arrendamiento clasificadas como leasing financieros, por lo cual US\$ 1.059 millones responden a bonos, préstamos bancarios y otros pasivos financieros.

La tendencia de clasificación se ha modificado desde "*En Observación*" a "*Favorable*", debido al mejoramiento observado en el *ratio* EBITDA/Ingresos, el que pasó de 2,9% (primer semestre de 2014) a 5,0% (primer semestre de 2015), como consecuencia de las medidas tomadas por la administración.

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 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 –a raíz del cambio en la política contable de reconocimiento de arriendos después de los errores identificados por la empresa auditora externa– 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. Con todo, se reconoce que las acciones tomadas por la administración han mostrado una evolución positiva en el desempeño de la compañía, lo cual está validando el cambio de tendencia de la clasificación referida en el párrafo anterior.

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

³ Tipo de cambio al 30 de junio de 2015: \$ 639,04 /US\$.

obligaciones con bancos, que fueron renegociadas en enero de 2014, luego de un prepago del 25% del saldo en octubre de 2013, cabe señalar que, por una parte, los accionistas controladores adquirieron el 30 de septiembre de 2014 \$ 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 Construmart S.A. y Montserrat S.A.C. (a la fecha sólo se ha vendido este último por \$ 27.000 millones). 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) y el saldo del tramo III del contrato de reprogramación sindicada será reprogramado al largo plazo, con amortizaciones crecientes entre 2016 y 2020, al igual que los tramos I y II del crédito sindicado. Adicionalmente, el accionista controlador, en el marco de la modificación al contrato de renegociación con los bancos ocurrida en septiembre de 2014, comprometió la amortización del capital bajo los contratos de emisiones de deuda local de la compañía que vencen en noviembre de 2015⁴.

La clasificación de riesgo asume que la venta del activo prescindible que aún no ha sido enajenado, Construmart, 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 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 21,7% a junio de 2015. 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 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.

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.

⁴ Ver acápite Hechos recientes, Eventos recientes.

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**.

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.

Hechos recientes

Resultados enero-diciembre 2014

En el período de doce meses terminado en diciembre de 2014, los ingresos ordinarios de **SMU** fueron de \$ 1.974.231 millones, aumentando 3,4% respecto de 2013. Las ventas de locales equivalentes (SSS) llegaron a 5,7% en el período enero-diciembre de 2014, por sobre lo registrado en 2012 (crecimiento de 1,5%) y 2013 (aumento de 2,3%), en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 7,4% respecto a los niveles registrados en 2013 (\$ 244.360), cerrando 2014 con un promedio de \$ 262.563.

El costo de ventas del período, en tanto, creció 1,7% hasta \$ 1.468.194 millones. La menor expansión de los costos respecto de los ingresos implicó un incremento del margen bruto como proporción de los ingresos desde 24,4% a 25,6%.

Los gastos de administración y costos de distribución disminuyeron 10,4%, llegando a \$ 493.270 millones, lo que significó que el resultado operacional pasara de una pérdida de \$ 84.410 millones en 2013, a un resultado positivo de \$ 12.767 millones en 2014. El EBITDA, por su parte, pasó de un resultado negativo de \$ 18.233 millones a una resultado positivo de \$ 70.920 millones.

Finalmente, el 2014 **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 100.277 millones, lo que se compara positivamente con la pérdida de \$ 531.241 millones registrada en 2013.

Resultados enero-junio 2015

En los primeros seis meses de 2015, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.013.766 millones, experimentando un incremento de 7,0% respecto de igual período de 2014, a pesar de una reducción en el número de locales respecto del año anterior. Las ventas de locales equivalentes (SSS) llegaron a 9,2% en el período enero-junio de 2015, por sobre lo registrado el primer semestre de 2012 (crecimiento de 2,5%), el primer semestre de 2013 (aumento de 0,1%) y el primer semestre de 2014 (incremento de 5,4%), en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 10,2% respecto a los niveles registrados el primer semestre de 2014 (\$ 249.747), cerrando el primer semestre de 2015 con un promedio de \$ 275.099.

El costo de ventas del período creció 5,7%, hasta \$ 745.208 millones. De esta manera, el margen bruto se incrementó desde 25,5% exhibido en el mismo período del año anterior, a 26,4% durante el primer semestre del presente año.

Los gastos de administración y de distribución aumentaron en sólo 0,8%, totalizando \$ 245.396 millones. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional pasó de una pérdida de \$ 1.444 millones en el primer semestre de 2014 a un resultado positivo de \$ 23.162 millones en el primer semestre del presente año.

De este modo, el EBITDA se incrementó en un 83,6% de \$ 27.872 millones en la primera mitad de 2014 a \$ 51.186 millones en el primer semestre de 2015.

Finalmente, durante los seis primeros meses de 2015, **SMU** obtuvo una pérdida del ejercicio de \$ 22.024 millones, lo que implica una disminución del resultado negativo de \$ 56.813 millones del primer semestre del 2014, principalmente a raíz de la conversión a pesos del bono internacional de US\$ 300 millones, denominado en dólares.

Eventos recientes

El 19 de diciembre de 2014 la sociedad informó la venta de "Montserrat" a un precio de UF 1.100.000, lo que implicó reconocer una pérdida contable no operacional por \$ 12.423 millones.

El 1 de junio de 2015 se procedió a la ejecución de una cláusula previamente establecida en el contrato de reprogramación sindicada, en la que se acuerda la prórroga de la fecha de pago de UF 1.076.580,73, correspondiente al saldo remanente del tramo III del contrato de reprogramación sindicada, cuyo monto original ascendía a UF 2.697.188,69 y que fue amortizado por la compañía con las UF 1.100.000 de la venta de "Montserrat" y por cesión de créditos al controlador principalmente por UF 520.607,96. De este manera la obligación del tramo III queda establecida en una sola cuota con vencimiento el 1 de diciembre de 2015, la que posteriormente podrá ser igualmente reprogramable al largo plazo hasta el 30 de junio de 2020, independiente de la ocurrencia o no de la venta de la participación directa o indirecta de la compañía en "Construmart", previa cesión al controlador de UF 369.842.

A fines de junio de 2015 el directorio de la sociedad decidió iniciar el análisis de una eventual oferta pública de acciones de primera emisión de la compañía, encomendando al Comité de Directores que analizara la contratación de los asesores financieros y legales necesarios para llevar adelante dicho proceso, hecho que

no ha ocurrido hasta el día de hoy. Se estima que la apertura en bolsa podría realizarse durante el año 2016 en la medida que las condiciones del mercado de capitales lo permitan.

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.

Oportunidades y fortalezas

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 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 290 y 100 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 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.

Segmento mayorista y tiendas de conveniencia: Con 100 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 116 tiendas de conveniencia, representadas por la marca "OK Market", alcanzan a sólo un 2,3% de las ventas del grupo, este formato de tiendas permite complementar al

de supermercados, en particular en locaciones y horarios no servidos por éstos. 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, al llegar a distintas opciones de compra.

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.

Necesidad de 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, que si bien se han aumentado en los últimos períodos, requiere valores acordes a sus vencimientos de deuda. Dados los márgenes actuales de la compañía, no significativamente diferentes a los esperados para la industria, es posible que el emisor a futuro no experimente mejoras importantes en su rendimiento; bajo este escenario se requeriría un crecimiento abrupto en las ventas y/o una disminución en los niveles de deuda para alcanzar estándares compatibles con grado de inversión.

Implementación del modelo de negocios en un contexto de alto endeudamiento: 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 -el que se encuentra en proceso y hasta ahora ha cumplido sus objetivos- 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, en total 60 cadenas, 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 (SdS). 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, 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, y se vendió la participación en Supermercados Montserrat en diciembre del mismo año.

Propiedad y administración

La estructura de propiedad de **SMU** al 30 de septiembre de 2015 es la que se muestra a continuación:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones SMU Matriz Ltda.	29,89%
Corpgroup Inversiones Ltda.	19,20%
Corp Group Holding Inversiones Ltda.	13,88%
Gestora Omega Ltda.Holding	11,25%
FIP Epsilon	5,36%
FIP Gamma	4,45%
FIP Kappa	4,00%
Brator Uno FIP	2,80%
Agrícola Corniglia Ltda.	2,45%
FIP Alpha	1,66%
FIP Ipsum	1,62%
FIP Ipsum II	1,50%
Gestora Omega BG Uno Ltda.	1,10%
Resto	0,84%
TOTAL	100,00%

El controlador de la sociedad es CorpGroup, con un 78,59% de la propiedad. El *holding* del grupo Saieh posee inversiones en variados sectores económicos; en el sector financiero 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 seis 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).

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

Nombre	Cargo
Alvaro Saieh Bendek	Presidente del Directorio
María Pilar Dañobeitia Estades	Vicepresidente
Fernando del Solar Concha	Director
Alejandro Álvarez Aravena	Director
Pedro Pablo Cuevas Larraín	Director
Juan Andrés Olivos Bambach	Director
Horacio Salamanca Ubaldi	Director
Raúl Sotomayor Valenzuela	Director
Abel Bouchon Silva	Director

La administración está constituida por los gerentes detallados a continuación:

Nombre	Cargo	Fecha Nombramiento
Marcelo Galvez Saldías	Gerente General	08-05-2013
Mauricio Halpern Álamos	Fiscal	15-04-2015
Fernando Lavenás	Gerente Corporativo de Operaciones	02-03-2015
Fernando Batlle Moraga	Gerente Corporativo de Contraloría	13-10-2014
Carlos Uhlmann Figueroa	Gerente Corporativo de Capital Humano	30-06-2014
Arturo Silva Ortiz	Gerente Corporativo de Administración y Finanzas	05-12-2013
Fernando Ureta Rojas	Gerente Corporativo de Desarrollo e Inversiones	29-05-2013
Francisco Guzmán Bauza	Gerente Corporativo de Asuntos Corporativos	01-08-2012
Horacio Montalva Jerez	Gerente Corporativo Comercial	01-07-2011
Tomás Durandeau	Gerente Corporativo de Marketing	01-01-2015

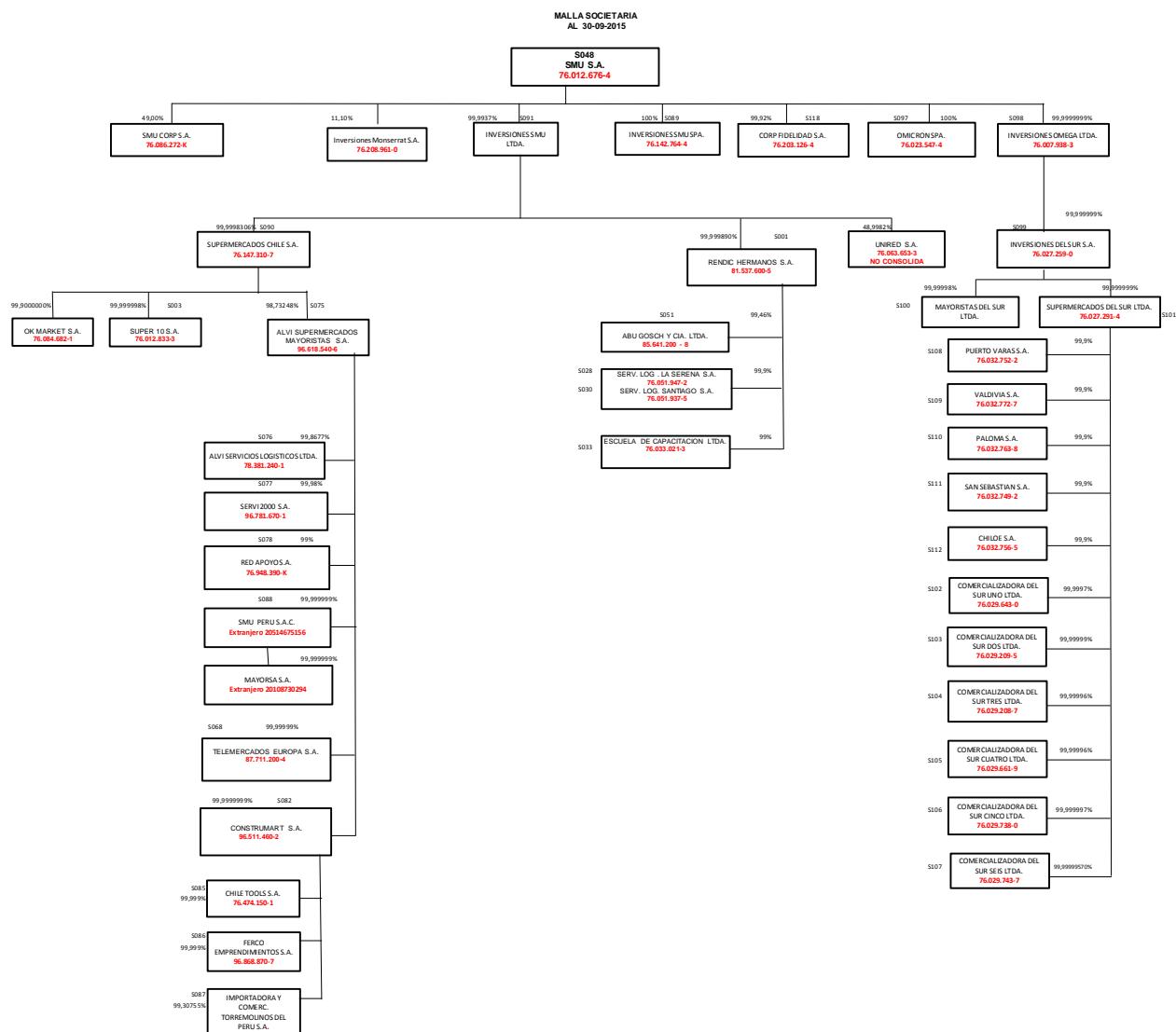
Estructura de la compañía y segmentos de negocio

SMU organiza sus operaciones en Chile a través de cinco segmentos de negocios: i) Unimarc; ii) Mayorista 10; iii) Alvi; iv) tiendas de conveniencia, con la marca OK Market; y v) e-grocery, con Telemercados.

Sus filiales son: i) SMU Perú, donde opera a través de Mayorsa y Maxibodega; y ii) Construmart que, como se mencionó anteriormente, fue declarado como activo prescindible y se encuentra en proceso de enajenación.

Adicionalmente, la compañía cuenta con dos empresas coligadas: i) Unired, sociedad relacionada a **SMU**, propietaria de una plataforma que permite efectuar una serie de servicios transaccionales, como recaudación y pago de cuentas; y ii) SMU Corp, enfocada al negocio financiero a través de la tarjeta de crédito Unimarc, de la cual **SMU** tiene una participación no controladora de 49%.

La estructura societaria al 30 de septiembre de 2015 es la siguiente:



Supermercados

Supermercados Chile: La empresa opera con la marca “Unimarc” (290 locales), orientándose a supermercados de tamaño mediano, que fluctúan entre los 180 y 5.400 m² (superficie promedio de 1.383

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 (37,3% 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 enfocado a precios más bajos) y "Super Bodega ACuenta" (orientada también hacia precios más bajos, aunque de mayor tamaño); Cencosud (26,7% del mercado), con las marcas "Santa Isabel" (supermercados) y "Jumbo" (hipermercados); y Falabella (4,0% 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 100 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 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 negocio a través de la marca "OK Market", adquirida a fines de 2009. Este tipo de establecimientos, que alcanzan a 116 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 (abarrottes 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 ("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.

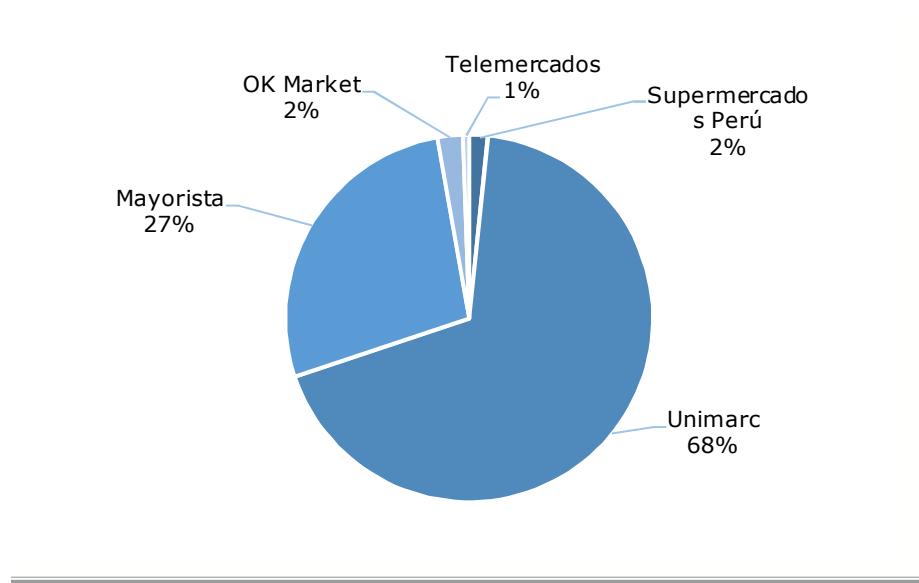
Ventas remotas: Este segmento de negocios incluye las ventas a través de internet y por teléfono, y se desarrolla a través de la marca "Telemercados", adquirida en 2010 y con una historia de treinta años en la venta a distancia, inicialmente telefónica. En Chile, compite con las divisiones de ventas a distancia de los supermercados Líder (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.⁵

La Ilustración 1 muestra el desglose de los ingresos de **SMU** durante el primer semestre de 2015.

Ilustración 1
Distribución Ingresos SMU
Primer Semestre 2015



Análisis financiero⁶

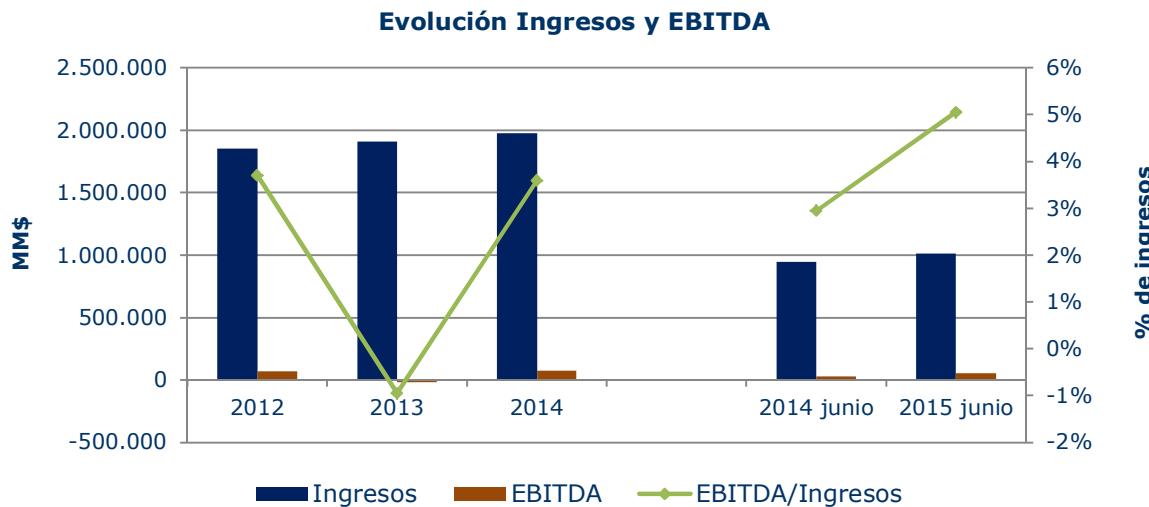
Evolución ingresos por ventas y EBITDA

Aun cuando durante el período 2009-2014 los ingresos crecieron a una tasa acumulada de 123%, producto principalmente del crecimiento inorgánico de la emisora, el EBITDA mostró un relativo estancamiento en el período 2010-2012, para el 2013 exhibir una variación negativa. Esta situación ha logrado revertirse con la implementación de un plan de negocios que contempla el cierre de aquellos locales de menor rentabilidad (ver Ilustración 2).

⁵ 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”

⁶ 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 2015.

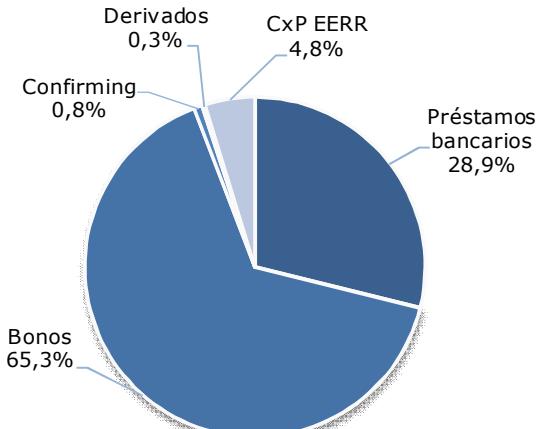
Ilustración 2



Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

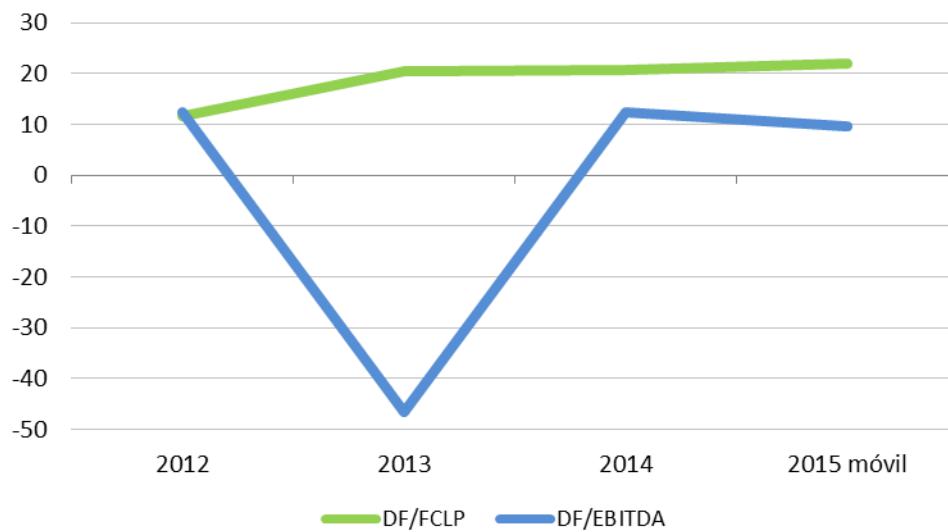
La deuda financiera total reportada a junio de 2015 por **SMU** alcanzaba a \$ 924.681 millones. Sin embargo, si a éstos se les deducen los contratos de arriendo que antes de la norma IFRS se categorizaban como operativos, pero que ahora califican como arrendamientos financieros (por cumplir ciertos requisitos, por ejemplo, el plazo del contrato de arriendo), el pasivo financiero se reduce a \$ 676.529 millones. Dado el ajuste anterior, la deuda financiera está compuesta en su mayor parte por bonos corporativos y préstamos bancarios (ver Ilustración 3). Del total, un 29% se encontraba en la porción corriente y el resto a más de un año plazo.

Ilustración 3
Estructura Deuda Financiera
(a junio de 2015)



El endeudamiento relativo de la empresa, medido como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁷ ⁸, luego de mantenerse, ha alcanzado en la última observación niveles de 9,7 veces en el caso del indicador DF/EBITDA y 22,1 veces si se considera la relación DF/FCLP, como se aprecia en la Ilustración 4.

Ilustración 4
Indicadores endeudamiento relativo

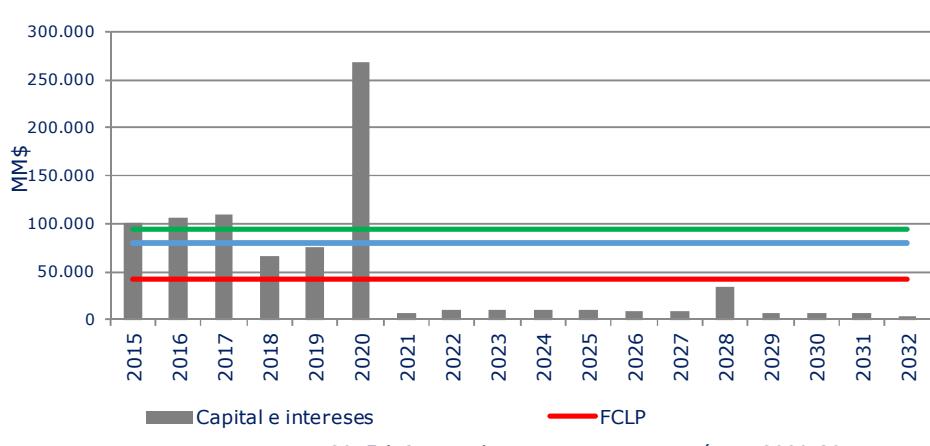


⁷ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

⁸ 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.

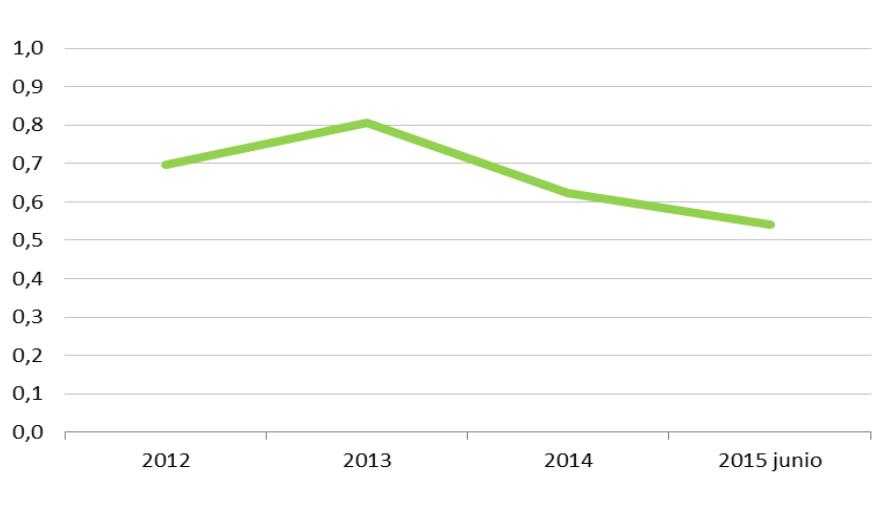
De acuerdo a las renegociaciones de la deuda bancaria, el perfil de vencimientos de **SMU** se encuentra altamente estresado (ver Ilustración 5), dada su capacidad de generación de caja (medida como EBITDA o FCLP), lo cual requeriría, de acuerdo a lo informado por la administración, de la enajenación 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. 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 US\$ 300 millones el 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\$ 72 millones, y (iv) comprometido la compra del 50% del remanente del saldo del tramo III del contrato sindicado en diciembre de 2015, por alrededor de US\$ 13 millones.

**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 0,5 veces a junio de 2015. Las principales cuentas de activos corrientes son: Inventarios, Efectivo y equivalentes al efectivo y Deudores comerciales, mientras que en los pasivos corrientes son: Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar y Otros pasivos financieros corrientes (ver *Ilustración 6*).

Ilustración 6
Razón circulante

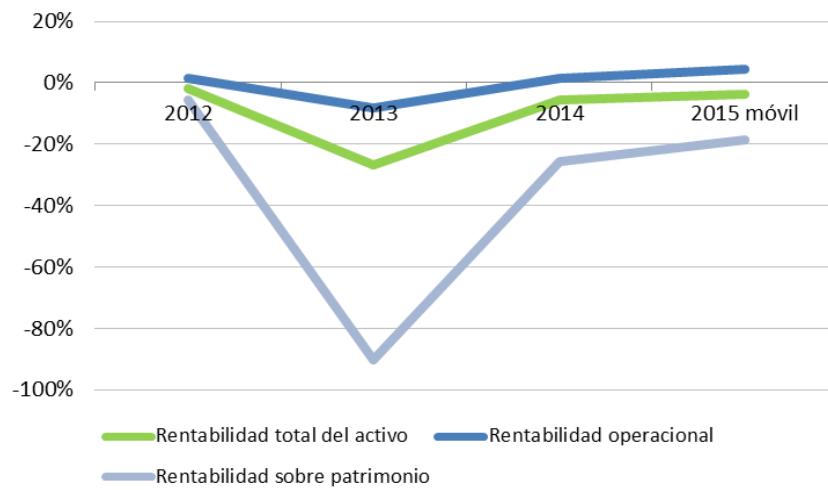


Evolución de la rentabilidad⁹

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. Con todo, la rentabilidad sobre el patrimonio es cercana a -19% a junio de 2015, en tanto que la rentabilidad total del activo se sitúa en valores cercanos a -5% (ver Ilustración 6), impactada por la pérdida del ejercicio que muestra la compañía debido, principalmente, a los efectos del tipo de cambio –por la conversión del bono internacional en dólares- y unidades de reajuste, por la fuerte variación de la “Unidad de Fomento”.

⁹ 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.

Ilustración 6
Evolución rentabilidad



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

Primera Emisión

Serie A

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

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%

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

Primera Emisión

Serie A

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

Segunda Emisión

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: 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%

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:

Definición	Límite	Fecha de vigencia
Deuda financiera neta sobre patrimonio total	< a 1,3 veces	A contar de los EEFF al 31 de diciembre de 2016
Cobertura de gasto financiero neto	> o = 2,5 veces	A contar de los EEFF al 31 de diciembre de 2016

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 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".