



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:

**Anual y Cambio de Clasificación  
y Tendencia**

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## **SMU S.A.**

Octubre 2017

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

| Categoría de riesgo                  |   |
|--------------------------------------|---|
| Tipo de instrumento                  | Categoría   |
| Líneas de bonos y bonos<br>Tendencia | <b>BB<sup>1</sup></b><br><b>Estable<sup>2</sup></b> |
| EEFF base                            | 30 de junio de 2017                                 |

| Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda |                      |
|---|----------------------|
| Línea de Bonos a 10 años                            | Nº 649 de 20.12.2010 |
| Línea de Bonos a 30 años                            | Nº 650 de 20.12.2010 |
| Serie D (BSDSU-D)                                   | Primera Emisión      |
| Serie L ( BCSMU-L)                                  | Segunda Emisión      |
| Serie M (BCSMU-M)                                   | Segunda Emisión      |
| Serie N (BCSMU-N)                                   | Segunda Emisión      |
| Serie O (BCSMU-O)                                   | Segunda Emisión      |
| Línea de Bonos a 10 años                            | Nº 667 de 26.05.2011 |
| Serie D (BCSMU-D)                                   | Tercera Emisión      |
| Serie E (BCSMU-E)                                   | Tercera Emisión      |
| Serie F (BCSMU-F)                                   | Tercera Emisión      |
| Serie G (BCSMU-G)                                   | Tercera Emisión      |
| Serie H (BCSMU-H)                                   | Tercera Emisión      |
| Serie I (BCSMU-I)                                   | Tercera Emisión      |
| Serie J (BCSMU-J)                                   | Tercera Emisión      |
| Serie K (BCSMU-K)                                   | Cuarta Emisión       |
| Serie P (BCSMU-P)                                   | Quinta Emisión       |
| Línea de Bonos a 30 años                            | Nº 668 de 26.05.2011 |
| Serie B (BCSMU-B)                                   | Primera Emisión      |

| Estados de resultados por función consolidados IFRS |                |                 |                 |                |                |                |                |
|---|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| MM\$ de cada período                                | 2012 (*)       | 2013 (*)        | 2014            | 2015           | 2016           | Ene-Jun 2016   | Ene-Jun 2017   |
| Ingresos de activ. ordinarias                       | 1.855.301      | 1.909.417       | 2.201.661       | 2.330.601      | 2.465.428      | 1.189.411      | 1.216.312      |
| Costo de ventas                                     | -1.391.925     | -1.443.402      | -1.663.028      | -1.735.200     | -1.812.287     | -875.234       | -884.617       |
| <b>Ganancia bruta</b>                               | <b>463.375</b> | <b>466.014</b>  | <b>506.037</b>  | <b>595.401</b> | <b>653.141</b> | <b>314.177</b> | <b>331.695</b> |
| Costos de distribución                              | -19.776        | -27.170         | -21.829         | -20.314        | -22.743        | -10.922        | -11.836        |
| Gastos de administración                            | -426.892       | -523.254        | -512.035        | -520.224       | -547.259       | -269.119       | -279.328       |
| <b>Resultado operacional</b>                        | <b>16.707</b>  | <b>-84.410</b>  | <b>-27.827</b>  | <b>54.864</b>  | <b>83.139</b>  | <b>34.136</b>  | <b>40.532</b>  |
| Gastos financieros                                  | -47.229        | -75.887         | -66.936         | -71.232        | -73.270        | -35.827        | -34.276        |
| <b>Ganancia (pérdida)</b>                           | <b>-42.122</b> | <b>-531.241</b> | <b>-100.277</b> | <b>-37.236</b> | <b>12.210</b>  | <b>10.334</b>  | <b>5.599</b>   |
| EBITDA  | 68.653         | -18.233         | 68.342          | 113.947        | 137.318        | 61.863         | 66.492         |

(\*) Debido a cambios contables, no son estrictamente comparables con los años posteriores.

<sup>1</sup> Clasificación anterior: "Categoría BB-".

<sup>2</sup> Tendencia anterior: "Favorable".

| Estados de situación financiera clasificado consolidados IFRS |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| MM\$ de cada período  | Dic 2012 (*)     | Dic 2013 (*)     | Dic 2014         | Dic 2015         | Dic 2016         | Jun 2017         |
| Activos corrientes  | 471.615          | 472.113          | 386.770          | 348.540          | 371.393          | 366.624          |
| Activos no corrientes   | 1.762.065        | 1.330.116        | 1.452.887        | 1.455.675        | 1.435.339        | 1.429.132        |
| <b>Total activos</b>  | <b>2.233.681</b> | <b>1.802.229</b> | <b>1.839.657</b> | <b>1.804.215</b> | <b>1.806.731</b> | <b>1.795.756</b> |
| Pasivos corrientes  | 678.031          | 586.240          | 652.124          | 591.258          | 630.207          | 540.072          |
| Pasivos no corrientes   | 790.446          | 805.228          | 811.960          | 873.986          | 826.516          | 776.071          |
| Total de pasivo   | 1.468.478        | 1.391.468        | 1.464.084        | 1.465.244        | 1.456.723        | 1.316.143        |
| Patrimonio total  | 765.203          | 410.761          | 375.573          | 338.971          | 350.008          | 479.613          |
| <b>Total patrimonio y pasivos</b>                             | <b>2.233.681</b> | <b>1.802.229</b> | <b>1.839.657</b> | <b>1.804.215</b> | <b>1.806.731</b> | <b>1.795.756</b> |
| Deuda financiera  | 857.211          | 853.882          | 935.497          | 976.852          | 862.048          | 863.832          |

(\*) Debido a cambios contables, no son estrictamente comparables con los años posteriores.

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**SMU S.A. (SMU)** es una sociedad dedicada a la venta minorista y mayorista en Chile y Perú. En Chile, opera 503 locales minoristas bajo las marcas "Unimarc" (supermercados minoristas), "OK Market" (tiendas de conveniencia) y "Telemercados" (e-commerce), mientras que en ventas al por mayor utiliza los nombres "Alvi" y "Mayorista 10". En Perú, opera 24 locales bajo la marca "Mayorsa" y "Maxi Ahorro".

Durante el primer semestre de 2017, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 1.831 millones<sup>3</sup> y un EBITDA de US\$ 100,1 millones. A esa fecha, los pasivos financieros ascendían a US\$ 1.300 millones; no obstante, el 30% de ellos correspondían a obligaciones por arrendamiento clasificadas como *leasing* financieros, por lo cual US\$ 910 millones responden a bonos, préstamos bancarios y otros pasivos financieros.

El cambio en la clasificación en los títulos de deuda de la compañía a "Categoría BB" (anteriormente "Categoría BB-"), obedece al continuo aumento en la generación de flujos del emisor, tanto como en los niveles de EBITDA y flujo operacional de la compañía, producto del plan de mejora operacional impulsado por la administración, así como el incremento en la base patrimonial asociada con la colocación en enero de 2017 de un paquete accionario por un monto de \$129.950 millones. Lo anterior, ha permitido a la compañía acceder a mejores condiciones al momento de refinanciar sus pasivos financieros.

En efecto, la capacidad de generación de flujos se refleja en el incremento del margen EBITDA. Este indicador, que a diciembre de 2013 estaba en terreno negativo (producto de las dificultades que enfrentó la compañía para armonizar las operaciones de las distintas cadenas adquiridas en su momento), a partir de diciembre de 2014 ha experimentado un constante incremento y en los doce meses finalizados en junio de 2017 cerró en 5,7%.

<sup>3</sup> Tipo de cambio al 30 de junio de 2017: \$ 664,29/US\$.

Las mejoras señaladas anteriormente, se fundamentan en un aumento de las ventas debido a una estrategia comercial basada en promociones, y además un aprovechamiento de las economías de escala en las adquisiciones con los proveedores, redundó en una mejora en el margen bruto. Asimismo, por el lado de los gastos, se materializó un cierre importante de tiendas en 2014 y posteriormente una mantención de los costos y gastos como porcentaje de las ventas.

En el futuro, en caso de mantener las progresivas mejoras en la capacidad de generación de flujos, no se descartan mejoras adicionales en la clasificación de riesgo.

Si bien el incremento en la clasificación refleja las mejoras que ha llevado a cabo la compañía, es necesario señalar que no son menores los esfuerzos que debe continuar realizando **SMU**. Para esto la compañía ha desarrollado un plan estratégico 2017-2019 que busca armonizar las operaciones de las distintas cadenas adquiridas, mejorar el diseño de tiendas y su distribución de productos dentro de las mismas, de manera de potenciar las ventas y la eficiencia operacional y, por ende, sus márgenes monetarios a niveles consistente con su endeudamiento.

Por ello, los impulsos comerciales y operativos se acompañan, también, por esfuerzos dirigidos a manejar y optimizar el pago de su deuda y estructura de capital. En los doce meses finalizados en junio de 2017, la relación deuda financiera sobre EBITDA es de 6 veces, mientras que la relación deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>4</sup> es de 10,5 veces (este valor incorpora únicamente la rentabilidad anual de los activos de la compañía a contar de diciembre de 2014).

Por otro lado, la clasificación reconoce la fortaleza de la marca y la amplia cobertura geográfica de los locales de venta y su localización, que permiten que el emisor exhiba una participación de mercado que alcanza 21,4% a junio de 2017. La relevante participación dentro de su industria aumenta el valor de su marca y determina una mayor disposición de los accionistas para apoyar la compañía. Además, la administración ha logrado estabilizar la generación de caja en un entorno de bajo crecimiento del PIB lo que permite presumir que, bajo un escenario de mayor crecimiento futuro, la importancia de la deuda debiera tender a reducirse.

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, cuyas ventas tienden a ser más estables ante variaciones del PIB del país, sobre todo si se las compara con las ventas de bienes durables (electrónica y muebles) más afectos a los ciclos económicos, pues están 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

<sup>4</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

empresas más grandes en términos de ventas del sector *retail*. Asimismo, la diversificación geográfica de las ventas de la empresa disminuye su dependencia de la actividad económica de una región en particular.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

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

#### Fortalezas complementarias

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

#### Fortalezas de apoyo

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

#### Riesgos considerados

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

## Hechos recientes

### Resultados enero-diciembre 2016

En el período de doce meses terminado en diciembre de 2016, los ingresos ordinarios de **SMU** fueron de \$ 2.465.428 millones, aumentando 5,8% respecto de 2015. Las ventas de locales equivalentes (SSS) llegaron a 5,4% en el período enero-diciembre de 2016, inferior al 7,8% registrado en 2015, en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 5,2% respecto de los niveles registrados en 2015 (\$ 284 mil) cerrando 2016 con un promedio de \$ 299 mil.

El costo de ventas del período creció 4,4% hasta \$ 1.812.287 millones. La menor expansión de los costos respecto de los ingresos implicó un incremento del margen bruto como proporción de los ingresos desde 25,5% a 26,5% en 2016.

Los gastos de administración y costos de distribución crecieron 5,5%, llegando a \$ 570.001 millones, lo que determinó que el resultado operacional pasara de \$ 54.864 millones en 2015 a \$83.139 millones, esto es, un crecimiento de 51,5%. El EBITDA, por su parte, subió un 20,5% llegando a \$137.318 millones.

Finalmente, luego de siete años, **SMU** obtuvo un resultado del ejercicio positivo, que alcanzó a \$12.210 millones.

### Resultados enero-junio 2017

En los primeros seis meses de 2017, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.216.312 millones, experimentando un alza de 2,3% respecto de igual período de 2016. Las ventas de locales equivalentes (SSS) crecieron en

2,6% en el período enero-junio de 2017 (4,7% en el primer semestre de 2016), en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 3,0% respecto de los niveles registrados el primer semestre de 2016 (\$ 287.400) cerrando el primer semestre de 2017 con un promedio de \$ 296.100.

El costo de ventas del período creció 1,1% hasta \$ 884.617 millones. De esta manera, el margen bruto se incrementó desde 26,4%, exhibido en el mismo período del año anterior, a 27,3% durante el primer semestre del presente año.

Los gastos de administración y de distribución aumentaron en 4% totalizando \$ 291.163 millones. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional creció 18,7% a \$40.532 millones en el primer semestre de 2017.

Concordante con esta mejora en la generación de flujos, el EBITDA subió un 7,5% a \$ 66.492 millones en la primera mitad de 2017.

Finalmente, durante los seis primeros meses de 2017, las ganancias registradas por **SMU** bajaron un 45,8% respecto del mismo período del año anterior, principalmente por efectos de las diferencias de cambio, ya que la reducción en la exposición a dólares (por menor deuda en esta moneda y mayor cobertura) ha minimizado las oscilaciones por este concepto.

### **Eventos recientes**

En enero de 2017, la compañía realizó un aumento de capital por \$129.950 millones, los cuales fueron utilizados para pagar deuda con empresas relacionadas y no relacionadas. Lo anterior, refleja la capacidad que tiene la emisora para levantar recursos del mercado de capitales y permitiría reducir sus gastos financieros.

En marzo de 2017 la compañía cubrió el 100% de las obligaciones de su bono internacional a través de un *cross currency swap* por la totalidad del capital e intereses, hasta el vencimiento del mismo.

En abril de 2017 la compañía emitió bonos por UF 3 millones a 3,9 años y a una tasa de 4,5% y, además, en septiembre de 2017, colocó un bono por UF 1 millón a una tasa de 3% y dos años plazo, destinado a refinanciar deudas.

## **Definición de categoría de riesgo**

### **Categoría BB**

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrir en retraso en el pago de intereses y del 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 están menos expuestos a contracciones en la actividad económica, por lo que la generación de flujos de caja tenderá a ser más estable (siempre bajo el supuesto de una estrategia acertada en el ámbito comercial y un adecuado manejo por parte de la administración, entre otras).

**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 291 y 100 tiendas, respectivamente, ninguna de ellas por sí sola representa un porcentaje significativo de los ingresos consolidados de **SMU**, por lo que la pérdida de cualquiera de ellos (por ejemplo por cesación del contrato de arriendo o catástrofes naturales) no representaría una disminución significativa de los ingresos, como sí podría ser en el caso de una cadena de tiendas por departamento.

**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 112 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. Adicionalmente, podría resultar positiva la estrategia multiformato que utiliza la compañía, al operar en los negocios de supermercados, mayorista, tiendas de conveniencia y ventas remotas, llegando a distintas opciones de compra.

## Factores de riesgo

**Alto nivel de competencia:** 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, se debe considerar que la competencia relevante mantiene elevada solvencia y acceso

expedito a las fuentes de financiamiento). 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 ventas:** La incorporación de cadenas que presentaban distintas estrategias comerciales y operacionales representaba para la administración el desafío de armonizar las operaciones de las mismas y aprovechar las potenciales economías de escala. Si se consideran las ventas en tiendas equivalentes, este indicador creció un 2% durante el primer semestre de 2017, así como en el período se registró un alza de 3% de las ventas por metro cuadrado. Se estima que en el futuro deberían continuar mejorando los indicadores de gestión y de eficiencia, permitiendo mayor generación de flujo, y, por lo tanto, mejorar los *ratios* endeudamiento, lo que podría redundar en una clasificación de riesgo compatible con grado de inversión.

**Implementación del modelo de negocios en un contexto de alto endeudamiento:** Sin perjuicio de los logros de la actual administración en términos de márgenes de venta, el elevado nivel de endeudamiento dificulta la gestión del negocio. Sin embargo, el plan de negocios de la compañía considera un crecimiento en las ventas basado en la remodelación y potenciamiento de las tiendas, financiado con la capacidad de generación de caja de la compañía.

## Antecedentes generales

### Historia

**SMU** surgió en 2007 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 las 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.

También, en 2013, dentro de un plan de fuerte reestructuración, se decidió enajenar Construmart (lo cual no se ha concretado) y la cadena Dipac; además, y por requerimiento del Tribunal de Libre Competencia, dada las implicancias de la fusión de **SMU** y SdS, en 2014 se vendió su participación minoritaria en Supermercados Montserrat y un conjunto de activos (19 locales y la marca Bigger).

Con posterioridad, la administración tuvo que enfrentar un escenario de ordenamiento de la compañía en conjunto con un escenario macroeconómico de bajo dinamismo, lo que demandó un proceso de racionalización de sus operaciones y el cierre de locales deficitarios.

No obstante, en los recientes períodos, la compañía ha exhibido una estabilización de sus operaciones y una tendencia creciente en su capacidad de flujos.

## Propiedad y administración

La estructura de propiedad de **SMU** al 30 de junio de 2017 es la que se muestra a continuación:

| Sociedad                                | % de la propiedad |
|---|-------------------|
| Inversiones SMU Matriz Ltda.            | 22,73%            |
| Inversiones SAMS SpA                    | 19,77%            |
| Gestora Omega Ltda.Holding              | 8,55%             |
| Inversiones SAMS III SpA                | 8,18%             |
| FIP Epsilon                             | 4,07%             |
| FIP Alpha                               | 3,73%             |
| FIP Gamma                               | 3,39%             |
| BTG Pactual Chile S.A. C. de B.         | 2,62%             |
| Larraín Vial S.A. C. de B.              | 2,45%             |
| Corp Group Holding Inversiones Limitada | 2,37%             |
| Siglo XXI FI                            | 2,07%             |
| Compass Small Cap Chile FI              | 1,88%             |
| Resto                                   | 18,19%            |
| <b>TOTAL</b>                            | <b>100,00%</b>    |

El controlador de la sociedad es CorpGroup, con un 64,9% de la propiedad. El *holding* del grupo Saieh posee inversiones en variados sectores económicos; entre ellos, en el rubro financiero donde tiene participación en el banco Itaú Corpbanca, por medio del cual participa en los negocios de administración de activos, corredora de bolsa, administración general de fondos, corretaje de seguros y asesorías financieras. Dicho banco, además, tiene una filial bancaria en Colombia. 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 cinco radios). En el área inmobiliaria, participa en la propiedad de hoteles en Chile y Uruguay, y es dueño de los *malls* "Vivo" (Panorámico, Centro, Piedra Roja, Melipilla y Los Trapenses).

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

| Nombre                         | Cargo                     |
|--------------------------------|---------------------------|
| Alvaro Saieh Bendeck           | 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                  |
| José Sanchez Figueroa          | Director                  |

| Nombre                    | Cargo    |
|---------------------------|----------|
| 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         |
| Oscar Zarhi Villagra         | Fiscal   | 04-09-2017         |
| Marcelo Fuentes Guglielmetti | Gerente Corporativo de Operaciones               | 28-04-2017         |
| Fernando Batlle Moraga       | Gerente Corporativo de Contraloría               | 13-10-2014         |
| Arturo Silva Ortiz           | Gerente Corporativo de Administración y Finanzas | 05-12-2013         |
| Fernando Ureta Rojas         | Gerente Corporativo de Desarrollo e Inversiones  | 29-05-2013         |
| Constanza Telléz Román       | Gerente Corporativo de Asuntos Corporativos      | 23-11-2015         |
| Horacio Montalva Jerez       | Gerente Comercial                                | 01-07-2011         |
| Tomás Durandea               | Gerente Corporativo de Marketing                 | 01-12-2014         |
| Alvaro García Gonzalez       | Gerente Corporativo de Tecnología y Procesos     | 01-09-2015         |
| Paula Coronel Kurte          | Gerente Corporativo de Personas                  | 03-07-2017         |

## 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, es un activo que está disponible para la venta, pero por requerimientos de IFRS, la compañía la presenta consolidada.

Adicionalmente, el emisor 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) UNICARD (Ex SMU Corp), enfocada al negocio financiero a través de la tarjeta de crédito Unimarc, de la cual **SMU** tiene una participación directa e indirecta de 49%.

### Supermercados

**Supermercados Chile:** La empresa opera con la marca "Unimarc" (291 locales), orientándose a supermercados de tamaño mediano, que fluctúan entre los 180 y 5.400 m<sup>2</sup> (superficie promedio de 1.383 m<sup>2</sup>), y cuyo foco es la venta de alimentos y productos básicos para el hogar, contando con una elevada diversificación geográfica a lo largo de Chile.

En el rubro de supermercados en Chile, las otras cadenas que conforman la competencia son: Walmart Chile (38,8% del mercado según la última información disponible de 2015), 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 (26,1% del mercado), con las marcas "Santa Isabel" (supermercados) y "Jumbo" (hipermercados); y Falabella (7,1% del mercado), mediante la marca "Tottus" (súper e hipermercados). Cabe destacar, que los supermercados, propiamente tal, tienden a orientarse hacia un segmento de negocios similar al de Unimarc (alimentación y limpieza), mientras que los hipermercados agregan bienes durables (electrónica, línea blanca, hogar) a su oferta de productos, artículos cuyas ventas tienden a ser más volátiles con los ciclos económicos.

**Mayorista:** **SMU** opera a través de las marcas "Mayorista 10" y "Alvi", que en conjunto disponen de 100 tiendas. En Perú, la marca con que se desarrolla la venta de supermercados al mayoreo es "Mayorsa" y "Maxi Ahorro" (24 tiendas). En Chile, **SMU** es líder del segmento mayorista, no obstante, considerando que se trata de locales posicionados como de bajo precio y de autoservicio, parte de su competencia también incluye a minoristas como "Ekono" y "Súper Bodega ACuenta", también enfocados al segmento que busca precios bajos.

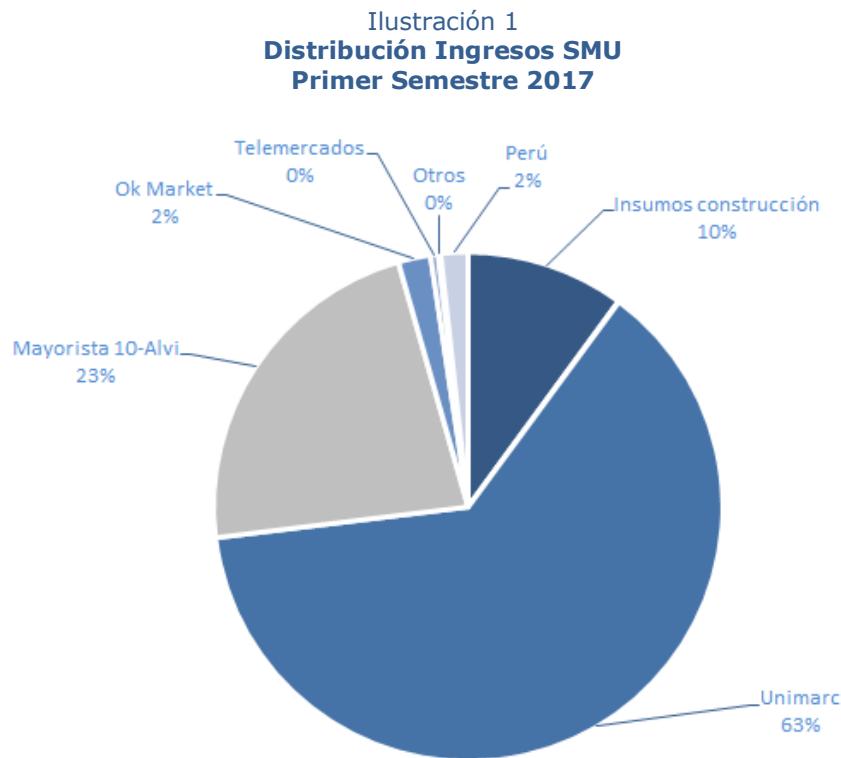
**Tiendas de conveniencia:** **SMU** desarrolla esta área de negocios a través de la marca "OK Market", adquirida a fines de 2009. Este tipo de establecimientos, que alcanzan a 112 locales, son generalmente de reducido tamaño y fácil acceso desde las principales calles y se orientan a cubrir necesidades como alimentación (platos preparados y *snacks*), bebidas y otros productos para reposición de urgencia (abarrotes e higiene personal) y que usualmente funcionan en un horario extendido, incluyendo parte o la totalidad de la noche. La competencia en Chile está representada por otras tiendas de conveniencia ("Big John" adquirida por OXXO), los establecimientos de las estaciones de servicio de combustibles (Copec, Petrobras, Shell, cada una con su propia marca), algunas farmacias que incluyen la venta de bebidas y *snacks*, y algunas botillerías de funcionamiento nocturno.

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

## 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, esta cadena podría ser enajenada, sin embargo, actualmente consolidan en los estados financieros de **SMU**.

La Ilustración 1 muestra el desglose de los ingresos de **SMU** durante el primer semestre de 2017.

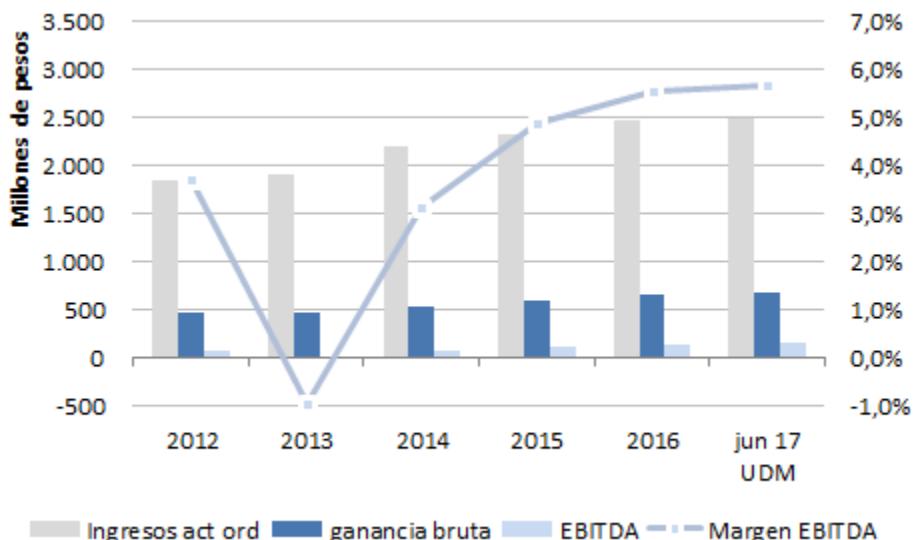


## Análisis financiero

### Evolución ingresos por ventas y EBITDA

Luego de los resultados negativos en términos de EBITDA registrados en 2013, los ingresos de la compañía han crecido en forma consistente hasta los doce meses finalizados en junio de 2017. De esta manera, el margen EBITDA ha aumentado desde un valor negativo en 2013 a 5,7% en el año móvil finalizado en junio de 2017 (ver Ilustración 2), en un contexto de un escenario macroeconómico de bajo dinamismo, lo que da cuenta de la capacidad de la administración para racionalizar las operaciones e incrementar su generación de flujos.

Ilustración 2  
**Evolución de ingresos, ganancia bruta, EBITDA y Margen EBITDA<sup>5</sup>**  
(Millones de pesos)



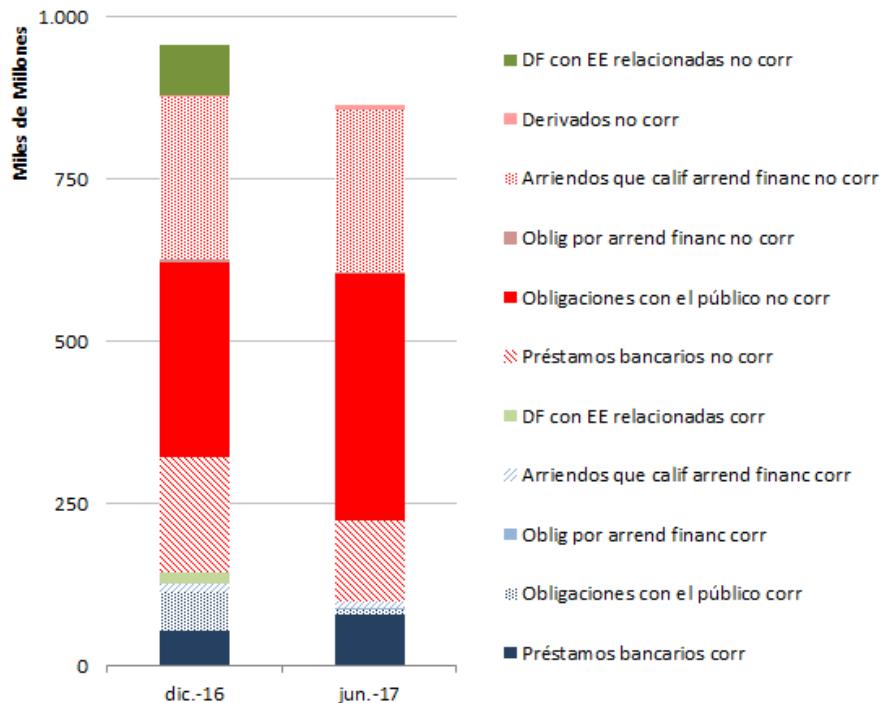
## Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La Ilustración 3 muestra el cambio en los pasivos financieros de la compañía entre diciembre de 2016 y junio de 2017. Además, de los pasivos financieros corrientes y no corrientes, la imagen presenta la deuda financiera con entidades relacionadas, corrientes y no corrientes. La suma de estos pasivos alcanzaban a más de \$958 mil millones a fines de 2016, los cuales se reducen (como resultado de la IPO de enero de 2017, recursos destinados a pagar deuda) a \$864 mil millones a junio de 2017, esto es, una caída de 9,9% en el período considerado.

A mediados del presente año, la deuda se concentra en Obligaciones con el Público no corriente (43,7%), Arriendos que Califican como Arrendamientos Financieros no corrientes (28,7%) y Préstamos Bancarios no corrientes (14,4%).

<sup>5</sup> Las cifras previas a 2014 presentan diferencias en los criterios contables, por lo que no son estrictamente comparables con el período posterior.

Ilustración 3  
**Estructura Deuda Financiera**  
**Miles de Millones de pesos**  
 (A diciembre de 2016 y junio de 2017)

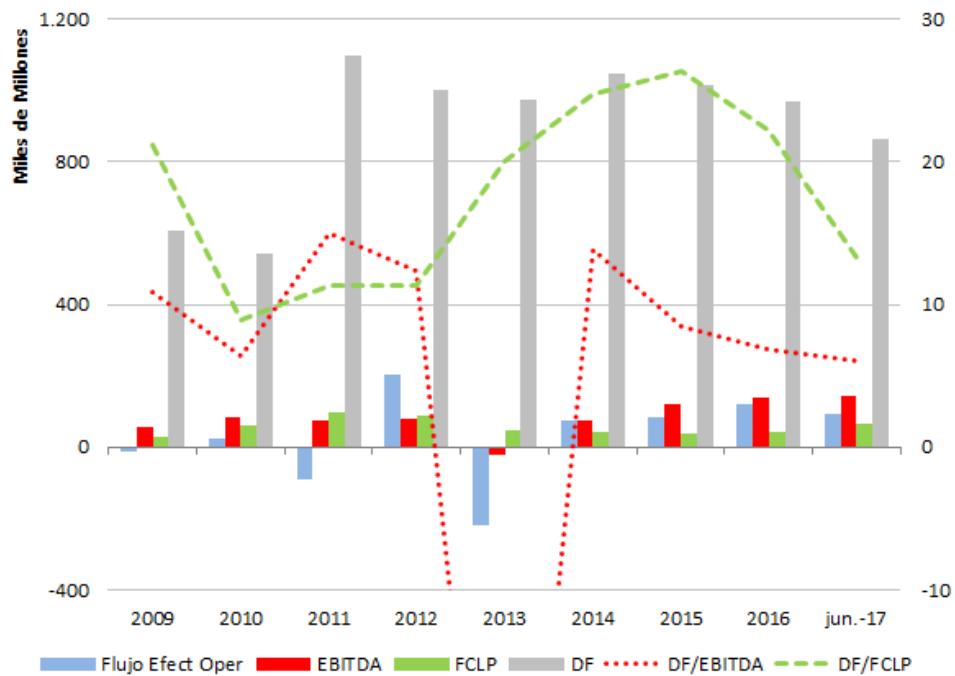


A partir de 2015, el endeudamiento relativo de la empresa, medido como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>6;7</sup>, ha mostrado una tendencia decreciente. En efecto, el indicador DF/EBITDA luego de un nivel de casi 14 veces registrado en 2014, se sitúa en niveles de 6 veces en la más reciente observación de junio de 2017. Por su parte, el índice DF/FCLP, por su metodología de cálculo, muestra una trayectoria más inercial y que no está sujeto a observaciones puntuales (por ejemplo, en 2013 el EBITDA exhibe valores negativos, a diferencia del FCLP) y registra un valor máximo en 2015 (período en que alcanza un nivel de 26,3 veces), pero posteriormente exhibe una trayectoria decreciente, situándose en niveles de 13,3 veces a fines del período analizado (ver Ilustración 4).

<sup>6</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

<sup>7</sup> De acuerdo a la metodología **Humphreys**, la deuda financiera incluye los arrendamientos financieros, en tanto que el EBITDA contempla los flujos de los últimos doce meses.

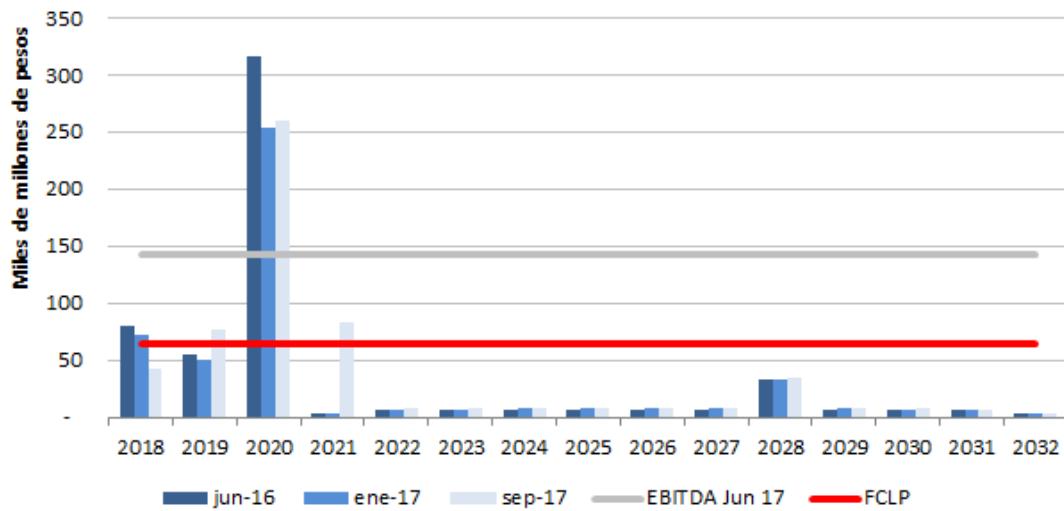
Ilustración 4  
Indicadores endeudamiento relativo<sup>8</sup>



La Ilustración 5 muestra el calendario de vencimientos existente en distintas fechas. Se aprecia que la administración ha podido descomprimir los pagos para 2018, incrementando la duración de la deuda. Aun cuando aún existiría un vencimiento importante en 2020, se estima que, conforme sube la capacidad de generación de flujos y baja el apalancamiento de la compañía, estos vencimientos podrían ser refinaciados.

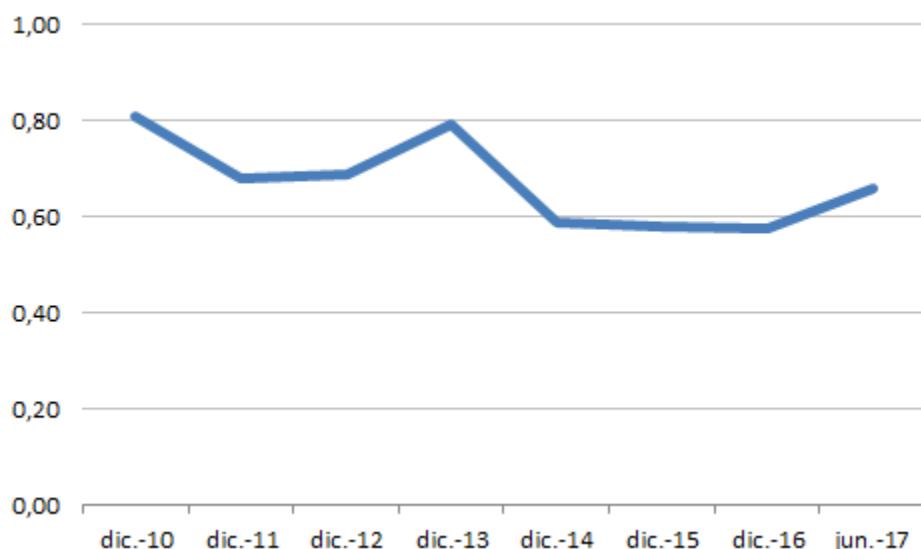
<sup>8</sup> Las cifras previas a 2014 presentan diferencias en los criterios contables, por lo que no son estrictamente comparables con el período posterior.

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 0,66 veces a junio de 2017. Las principales cuentas de activos corrientes son: Inventarios, Efectivo y equivalentes al efectivo y Deudores comerciales. En tanto, las principales cuentas en los pasivos corrientes son: Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar y Otros pasivos financieros corrientes (ver Ilustración 6). Con todo, la IPO de enero de 2017 y la colocación del bono en abril de 2017 permitió eliminar deuda financiera con entidades relacionadas corrientes, lo cual, entre otros, ha contribuido a mejorar en el margen el indicador de liquidez.

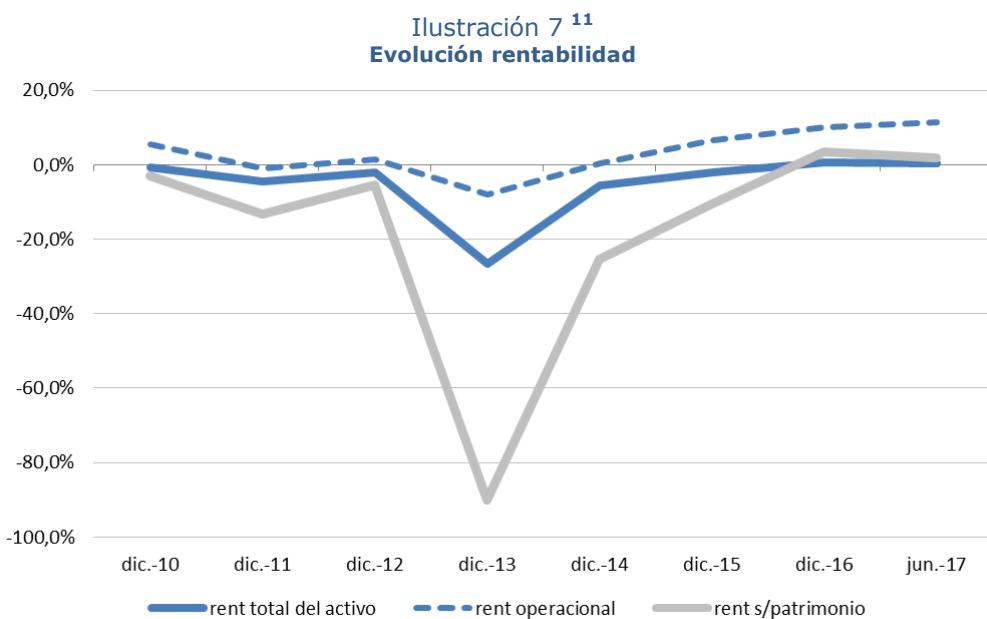
Ilustración 6<sup>9</sup>  
**Razón circulante**



<sup>9</sup> Las cifras previas a 2014 presentan diferencias en los criterios contables, por lo que no son estrictamente comparables con el período posterior.

## Evolución de la rentabilidad<sup>10</sup>

Luego de presentar una leve tendencia a la baja hasta 2012, los indicadores de rentabilidad exhibieron una fuerte contracción el 2013. Incluso durante ese período la rentabilidad sobre el patrimonio exhibe valores de -90%, la cual se revierte parcialmente hacia el 2014 y 2015. Sin embargo, en los últimos ejercicios, la compañía tiende a mostrar una mejora, finalizando a junio de 2017 la rentabilidad operacional en 11,4%, mientras que las rentabilidades del activo y del patrimonio ya se sitúan en valores positivos, alcanzando 0,4% y 1,8%, respectivamente.



## Bonos

### Líneas y series de bonos inscritos y colocados

#### 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

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> Las cifras previas a 2014 presentan diferencias en los criterios contables, por lo que no son estrictamente comparables con el período posterior.

### **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**

- o Fecha colocación: enero 2011
- o Monto colocado: UF 1.000.000
- o Plazo: 27,8 años
- o 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

### **Tercera Emisión**

#### **Serie G**

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

### **Cuarta Emisión**

#### **Serie K**

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

### **Quinta Emisión**

#### **Serie P**

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

### **Línea de bonos Nº 668**

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

### **Primera Emisión**

#### **Serie B**

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

### **Resguardos financieros de los bonos**

De acuerdo con las últimas modificaciones aprobadas en junta de tenedores de bonos, los actuales resguardos financieros de todas las líneas de bonos de **SMU** con series vigentes son los siguientes:

| Definición                                    | Límite  | Indicador a Junio 2017 |
|---|---|------------------------|
| Pasivo Financiero Neto sobre patrimonio total | < a 1,3 veces<br>(medición a partir de dic 2019)  | 1,71                   |
| Cobertura de gasto financiero neto            | > o = 1,5 veces<br>(a partir de dic 2016)<br><br>> o = 2,0 veces<br>(a partir de dic 2017)<br><br>> o = 2,5 veces<br>(a partir de dic 2019) | 2,01                   |

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".*