



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

SMU S.A.

Septiembre 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
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	BBB Estable
EEFF base	30 de junio de 2018

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 S (BCSMU-S)	Cuarta Emisión
Serie T (BCSMU-T)	Cuarta Emisión
Serie U (BCSMU-U)	Cuarta Emisión
Línea de Bonos a 10 años	Nº 667 de 26.05.2011
Serie G (BCSMU-G)	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	2013 (*)	2014	2015	2016 (*)	2017(*)	Ene-Jun 2017(*)	Ene-Jun 2018(*)
Ingresos de activ. ordinarias	1.909.417	2.201.661	2.330.601	2.221.869	2.257.558	1.093.830	1.121.441
Costo de ventas	-1.443.402	-1.663.028	-1.735.200	-1.611.325	-1.620.100	-783.618	-802.176
Ganancia bruta	466.014	537.633	595.401	610.544	637.458	310.212	319.265
Costos de distribución	-27.170	-21.829	-20.314	-22.743	-24.678	-11.836	-13.583
Gastos de administración	-523.254	-512.035	-520.224	-507.786	-518.771	-258.517	-261.464
Resultado operacional	-84.410	-3.770	54.864	80.016	94.009	39.860	44.219
Gastos financieros	-75.887	-70.101	-71.232	-72.152	-66.149	-33.813	-35.721
Ganancia (pérdida)	-531.241	-100.277	-37.236	12.210	27.637	5.599	14.777
EBITDA	-18.233	68.342	113.947	131.131	142.036	64.443	69.450

(*) Debido a que se presentaba a Construmart como disponible para la venta, no son comparables con el resto de los períodos.

Estados de situación financiera clasificado consolidados IFRS						
MM\$ de cada período	Dic 2013(*)	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017(*)	Jun 2018(*)
Activos corrientes	472.113	386.770	348.540	371.393	495.421	364.081
Activos no corrientes	1.330.116	1.452.887	1.455.675	1.435.339	1.406.173	1.439.857
Total activos	1.802.229	1.839.657	1.804.215	1.806.731	1.901.595	1.803.939
Pasivos corrientes	586.240	652.124	591.258	630.207	570.711	510.940
Pasivos no corrientes	805.228	811.960	873.986	826.516	738.109	606.748
Total de pasivo	1.391.468	1.464.084	1.465.244	1.456.723	1.308.820	1.117.688
Patrimonio total	410.761	375.573	338.971	350.008	592.775	686.251
Total patrimonio y pasivos	1.802.229	1.839.657	1.804.215	1.806.731	1.901.595	1.803.939
Deuda financiera	853.882	935.497	883.556	862.048	797.413	704.761

(*) Debido a que se presentaba a Construmart como disponible para la venta, no son comparables con el resto de los períodos.

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 2018, la empresa obtuvo ingresos totales por US\$ 1.722,1 millones¹ y un EBITDA de US\$ 106,6 millones. A esa fecha, los pasivos financieros ascendían a US\$ 1.082 millones; no obstante, el 30% de ellos correspondían a obligaciones por arrendamiento clasificadas como *leasing* financieros, por lo cual US\$ 750 millones responden a bonos, préstamos bancarios y otros pasivos financieros.

Los principales elementos que dan sustento a la clasificación de **SMU** en "Categoría BBB" son su posición relevante en el mercado, con gran cobertura geográfica y una participación de mercado de aproximadamente 21,3%, la estrategia comercial implementada, su creciente nivel de eficiencia operacional y mejoras en el fortalecimiento de la estructura de capital.

Las mejoras en la eficiencia se ven reflejadas 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 2018 cerró en 6,4%.

Las mejoras señaladas anteriormente se fundamentan en un aumento de las ventas, debido a una estrategia comercial basada en promociones y, además, una mayor eficiencia comercial, redundó en una mejora en el

¹ Tipo de cambio al 30 de junio de 2018: \$ 651,21/US\$.

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

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 2018, la relación deuda financiera sobre EBITDA es de 4,8 veces, mientras que la relación deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)² es de 7 veces.

Por otro lado, la clasificación reconoce la fortaleza de la marca y la amplia cobertura geográfica de los locales de venta y su localización. El elevado número de locales que opera **SMU** le permiten disminuir su dependencia a un número particular de puntos de ventas, además de posibilitar alcanzar una elevada escala dentro de Chile, siendo una de las empresas más grandes en términos de ventas del sector *retail*. Asimismo, la diversificación geográfica de las ventas de la empresa disminuye su dependencia de la actividad económica de una región en particular. Además, la relevante participación dentro de su industria aumenta el valor de su marca y determina una mayor disposición de los accionistas para apoyar la compañía. Por otro lado, la administración ha logrado estabilizar la generación de caja en un entorno de bajo crecimiento del PIB lo que permite presumir que la importancia de la deuda debiera continuar reduciéndose, proceso que, en un escenario de mayor crecimiento futuro, podría incluso ser más rápido.

Asimismo, se destaca que la estrategia de la empresa en este segmento ha sido enfocarse, principalmente, en la oferta de alimentos, cuyas ventas tienden a ser más estables ante variaciones del PIB del país, sobre todo si se las compara con las ventas de bienes durables (electrónica y muebles), más afectos a los ciclos económicos, sobre todo por estar más asociados al crédito. Adicionalmente, podría resultar positiva la estrategia multiformato que utiliza la compañía al operar en los negocios de supermercados, mayorista, tiendas de conveniencia y ventas remotas.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación asignada a **SMU** se encuentra la elevada competencia del rubro *retail*, en particular de los supermercados, representada a través de empresas con gran experiencia y respaldo financiero (Walmart, Falabella, Cencosud), lo que presiona a las empresas para aumentar el número de locales o las obliga a disminuir márgenes para competir de mejor manera, para conservar así su participación. Este factor también podría implicar destinar elevados montos a inversiones, las que no necesariamente alcanzarían la misma rentabilidad que los actuales activos operativos de la empresa.

Por otro lado, se reconoce el esfuerzo realizado por la compañía en los períodos recientes para incrementar los niveles de EBITDA, pero este aumento se ha debido principalmente a reducciones en los costos y gastos, lo cual, sin embargo, tiene un límite operativo, razón por la cual, para incrementar el EBITDA se requiere aumentar el nivel de ventas. Lo anterior corresponde a un esfuerzo no menor que debe continuar realizando

² 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.

SMU. Para esto la compañía ha desarrollado un plan estratégico 2017-2019 con foco en el crecimiento con rentabilidad que busca incrementar la eficiencia operacional, mejorar el diseño de tiendas y su distribución de productos dentro de las mismas, de manera de potenciar las ventas; incrementar el número de tiendas, principalmente en el formato de conveniencia; y alcanzar mayores niveles de centralización de logística.

La perspectiva de la clasificación es “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo. No obstante, considerando los rápidos cambios que ha implementado la administración, que se han traducido en un incremento en su capacidad de generación de flujos, esta clasificadora estará atenta para incorporar estas mejoras en la clasificación de riesgo.

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 (aun cuando se ha reducido respecto a períodos anteriores).
- Fuerte competencia al interior de la industria.

Hechos recientes

Resultados enero-diciembre 2017

En el período de doce meses terminado en diciembre de 2017, los ingresos ordinarios de **SMU** fueron de \$ 2.257.558 millones, aumentando 1,6% respecto de 2016³. Las ventas de locales equivalentes (SSS) se incrementaron en 1,7% en el período enero-diciembre de 2017, inferior al 5,4% registrado en 2016, en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 2,3% respecto de los niveles registrados en el año anterior, cerrando 2017 con un promedio de \$ 306 miles.

El costo de ventas del período creció 0,5% hasta \$ 1.620.100 millones. La menor expansión de los costos respecto de los ingresos implicó un incremento del margen bruto como proporción de los ingresos desde 27,5% en 2016, a 28,2% en 2017.

³ Los cuales han sido re-expresados, dado el acuerdo vinculante por la venta de Construmart.

Los gastos de administración y costos de distribución crecieron 2,4%, llegando a \$ 543.449 millones, lo que determinó que el resultado operacional pasara de \$ 80.016 millones en 2016 a \$94.009 millones en 2017, esto es, un crecimiento de 17,5%. El EBITDA, por su parte, subió un 8,3% llegando a \$142.036 millones.

Finalmente, la ganancia del período se incrementó más de 126%, hasta llegar a \$27.637 millones.

Resultados enero-junio 2018

En los primeros seis meses de 2018, los ingresos de **SMU** fueron de \$ 1.121.441 millones, experimentando un alza de 2,5% respecto de igual período de 2017. Las ventas de locales equivalentes (SSS) crecieron en 3,1% en el período enero-junio de 2018 (2,6% en el primer semestre de 2017), en tanto, las ventas por metro cuadrado a nivel consolidado muestran un crecimiento de 3,7% respecto de los niveles registrados el primer semestre de 2017, cerrando el primer semestre de 2018 con un promedio de \$ 307 miles.

El costo de ventas del período creció 2,4% hasta \$ 802.176 millones. De esta manera, el margen bruto se incrementó desde 28,4%, exhibido en el mismo período del año anterior, a 28,5% durante el primer semestre del presente año.

Los gastos de administración y de distribución aumentaron en 1,7% totalizando \$ 275.046 millones. Como resultado de lo anterior, el resultado operacional creció 10,9% a \$44.219 millones en el primer semestre de 2018.

Concordante con esta mejora en la generación de flujos, el EBITDA subió un 7,8% a \$ 69.450 millones en la primera mitad de 2018.

Finalmente, durante los seis primeros meses de 2018, las ganancias registradas por **SMU** se incrementaron casi 164% respecto del mismo período del año anterior, influidos, por un lado, en dos efectos no recurrentes asociados a los costos del prepago del bono internacional (\$11.904 millones), así como, por otro lado, con los gastos asociados a la reestructuración implementada durante enero 2018 (\$ 7.877 millones). Asimismo, durante el período se registró un ingreso por concepto de impuestos a la renta por \$21.799 millones, por los efectos tributarios de la venta de Construmart.

Eventos recientes

Durante noviembre 2017 y enero de 2018 se realizaron aumentos de capital por un total de \$168.875 millones que permitió a la compañía reducir sus niveles de endeudamiento.

Con fecha abril de 2018 se materializó la venta de la sociedad filial Construmart que posibilitó que la compañía prepagara la totalidad del tramo III de su crédito sindicado, de acuerdo a los términos de dicho crédito. Por otro lado, durante el segundo trimestre de 2018 la emisora terminó de prepagar su bono internacional.

En cuanto a colocaciones de bonos, durante abril de 2018, **SMU** emitió un bono por UF 2,5 millones a una tasa de 3,04%, en tanto que durante junio emitió otro bono por UF 1 millón, a una tasa de interés de 2,67%.

Lo anterior, refleja la capacidad que tiene la emisora para levantar recursos del mercado de capitales y, dada la caída de la tasa de interés, permitiría reducir sus gastos financieros.

Definición de categoría de riesgo

Categoría BBB

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una capacidad de cumplimiento suficiente en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

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 289 y 99 tiendas, respectivamente, ninguna de ellas por sí sola representa un porcentaje significativo de los ingresos consolidados de **SMU**, por lo que la pérdida de cualquiera de ellos (por ejemplo por cesación del contrato de arriendo o catástrofes naturales) no representaría una disminución significativa de los ingresos, como sí podría ser en el caso de una cadena de tiendas por departamento.

Segmento mayorista y tiendas de conveniencia: Con 99 puntos de venta a través de “Mayorista 10” y “Alvi”, la empresa se sitúa por lejos como el principal actor del mercado para el segmento de supermercados

mayoristas, lo que le permite entregar una oferta más amplia al público y captar un nuevo segmento de clientes. Complementariamente, si bien las 114 tiendas de conveniencia, representadas por la marca “OK Market”, alcanzaron a sólo un 2% de las ventas del grupo en 2017, este formato de tiendas permite complementar al de supermercados, sirviendo el segmento de compras al paso. Adicionalmente, podría resultar positiva la estrategia multiformato que utiliza la compañía, al operar en los negocios de supermercados, mayorista, tiendas de conveniencia y ventas remotas, llegando a distintas opciones de compra.

Factores de riesgo

Alto nivel de competencia: Independiente de las mejoras en su capacidad de generación de flujos, no se puede desconocer que la emisora compite con otros dos agentes de elevado tamaño (Walmart Chile y Cencosud), lo cual torna vulnerables a los participantes en la industria ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión sobre los márgenes de venta los fuerzan a crecer para mantener su posicionamiento y poder alcanzar mayores economías de escala (asimismo, se debe considerar que la competencia relevante mantiene elevada solvencia y acceso expedito a las fuentes de financiamiento). Asimismo, aun cuando la emisora presenta mejoras en sus niveles de eficiencia, en los hechos está compitiendo con otros grupos que operan en el comercio minorista chileno que presentan una oferta de formatos integrada (tiendas por departamento, mejoramiento de hogar) alcanzando una mayor diversificación de formatos que les permitiría enfrentar de mejor manera caídas en el desempeño del segmento supermercados. Por otro lado, los otros conglomerados que operan en el *retail* presentan un mayor volumen corporativo, que les otorga un mayor respaldo para soportar disminuciones en el segmento supermercadista.

Necesidad de incrementar ventas: La operación en un entorno altamente competitivo requiere la necesidad de aprovechar las potenciales economías de escala a través de crecientes niveles de ventas. Si se consideran las ventas en tiendas equivalentes, este indicador creció un 3,1% durante el primer semestre de 2018, así como en el período se registró un alza de 3,7% 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.

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 (materializada con fecha 27 de abril de 2018) y la cadena Dipac; además, y por requerimiento del Tribunal de Libre Competencia, dada las implicancia 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. Adicionalmente, la compañía ha fortalecido su posición financiera a través de aumentos de capital en enero 2017, noviembre 2017 y enero 2018, permitiendo reducir sus niveles de endeudamiento. Asimismo, durante 2017 y 2018 ha realizado emisiones de deuda en el mercado local a decrecientes tasas de interés, lo que permitirá una reducción de sus gastos financieros, lo cual significa un creciente acceso al mercado de capitales, y además implica una mejora en su calendario de amortizaciones. Finalmente, en el primer semestre se materializó la enajenación de Construmart, lo que permitirá a la compañía focalizarse en el negocio supermercadista.

Propiedad y administración

La estructura de propiedad de **SMU** al 30 de junio de 2018 es la que se muestra a continuación:

Sociedad	% de la propiedad
Inversiones SAMS SpA	23,23%
Inversiones SMU Matriz Ltda.	18,89%
Gestora Omega Ltda.Holding y Cia en Comandita por acciones	7,11%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	5,11%
FIP Epsilon	3,39%
Compass Small cap Chile Fondo de Inversión	3,11%
FIP Gamma	2,81%
BTG Pactual Small Cap Chile Fono de Inversión	2,78%
BTG Pactual Chile S.A. C. de B.	2,71%
Corp Group Inversiones Limitada	2,35%
Siglo XXI FI	2,28%
Corp Group Holding Inversiones Limitada	1,97%
Resto	24,26%
TOTAL	100,00%

Al 30 de junio de 2018, el principal accionista del Grupo SMU, es la familia Saieh que controla la compañía con un 53,4% de la propiedad accionaria, a través de las inversiones que ésta posee en las siguientes sociedades: Inversiones SMU Matriz Ltda., CorpGroup Holding Inversiones Ltda., Inversiones SAMS SpA, Fondo de Inversión Privado Gamma, Fondo de Inversión Privado Épsilon, Retail Holding S.A. e Inversiones Épsilon II S.A.

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, 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
Tina Rosenfeld Kreisselmeyer	Director
Fernando del Solar Concha	Director
Jorge Alejandro Álvarez Aravena	Director
Rodrigo Pérez Mackenna	Director
Juan Andrés Olivos Bambach	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
Oscar Zarhi Villagra	Fiscal	04-09-2017
Gloria Salgado Rubilar	Gerente de Asuntos Corporativos	09-07-2018
Tomás Durandau	Gerente General de Unidata S.A.	21-11-2017
Paula Coronel Kurte	Gerente Corporativa de Personas	03-07-2017
Marcelo Fuentes Guglielmetti	Gerente Corporativo de Operaciones	28-04-2017
Luisa Astorino Morales	Gerente Comercial Servicios Financieros	01-10-2016
Alvaro García Gonzalez	Gerente Corporativo de Tecnología y Procesos	01-09-2015
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

Nombre	Cargo	Fecha Nombramiento
Horacio Montalva Jerez	Gerente Comercial	01-07-2011
Patricio Llosa Bellido	Gerente General Mayorsa S.A., SMU Perú S.A.C.	02-02-2011

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.

También cuenta con operaciones en Perú, a través de las marcas Mayorsa y Maxi Ahorro.

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" (289 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, contando con una elevada diversificación geográfica a lo largo de Chile.

En el rubro de supermercados en Chile, las otras cadenas que conforman la competencia son: Walmart Chile, a través de sus marcas "Líder" (con formatos *Express* de menor tamaño e *Hiper* para los de mayor tamaño), "Ekono" (supermercados de tamaño más pequeño y enfocado a precios más bajos) y "Super Bodega ACuenta" (orientada también hacia precios más bajos, aunque de mayor tamaño); Cencosud, con las marcas "Santa Isabel" (supermercados) y "Jumbo" (hipermercados); y Falabella, mediante la marca "Tottus" (súper e hipermercados). Cabe destacar, que los supermercados, propiamente tal, tienden a orientarse hacia un segmento de negocios similar al de Unimarc (alimentación y limpieza), mientras que los hipermercados agregan bienes durables (electrónica, línea blanca, hogar) a su oferta de productos, artículos cuyas ventas tienden a ser más volátiles con los ciclos económicos.

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

Tiendas de conveniencia: **SMU** desarrolla esta área de negocios a través de la marca "OK Market", adquirida en enero de 2010. Este tipo de establecimientos, que alcanzan a 115 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.

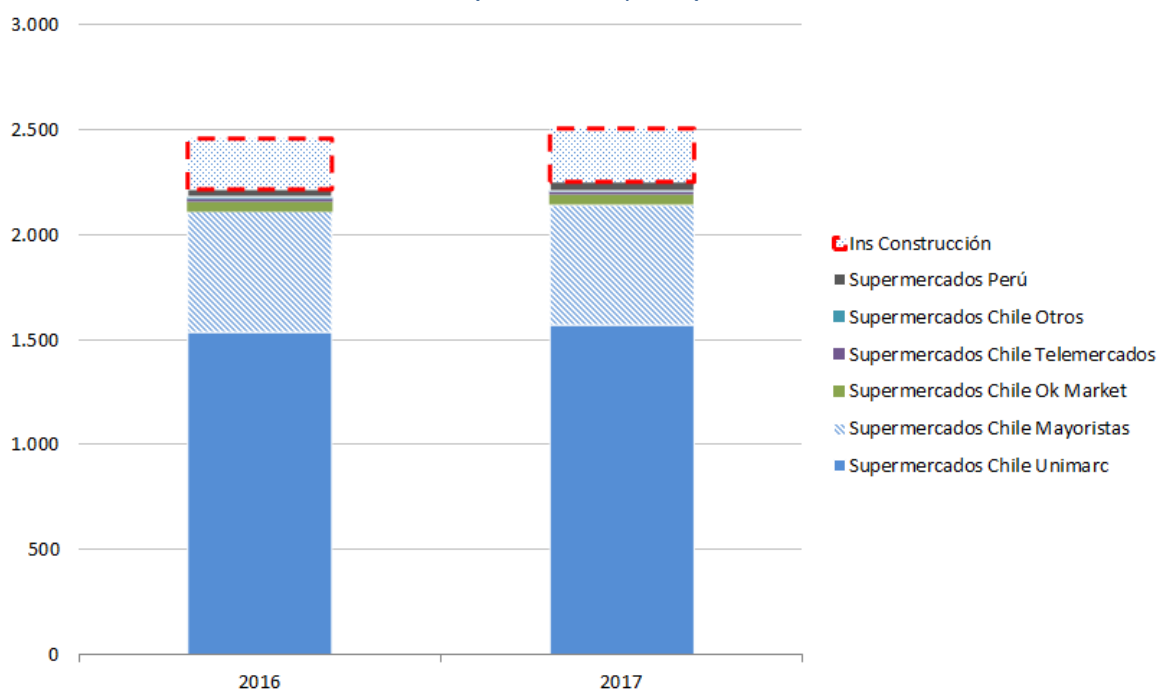
Ventas remotas: Este segmento de negocios incluye las ventas a través de internet y por teléfono, y se desarrolla a través de la marca “Telemercados”, adquirida en 2010 y con una historia de treinta años en la venta a distancia, inicialmente telefónica. En Chile, compete con las divisiones de ventas 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, como se dijo, esta cadena ha sido enajenada.

La Ilustración 1 muestra el desglose de los ingresos de **SMU** durante 2016 y 2017, donde se observa la participación que presentó Construmart en los ingresos.

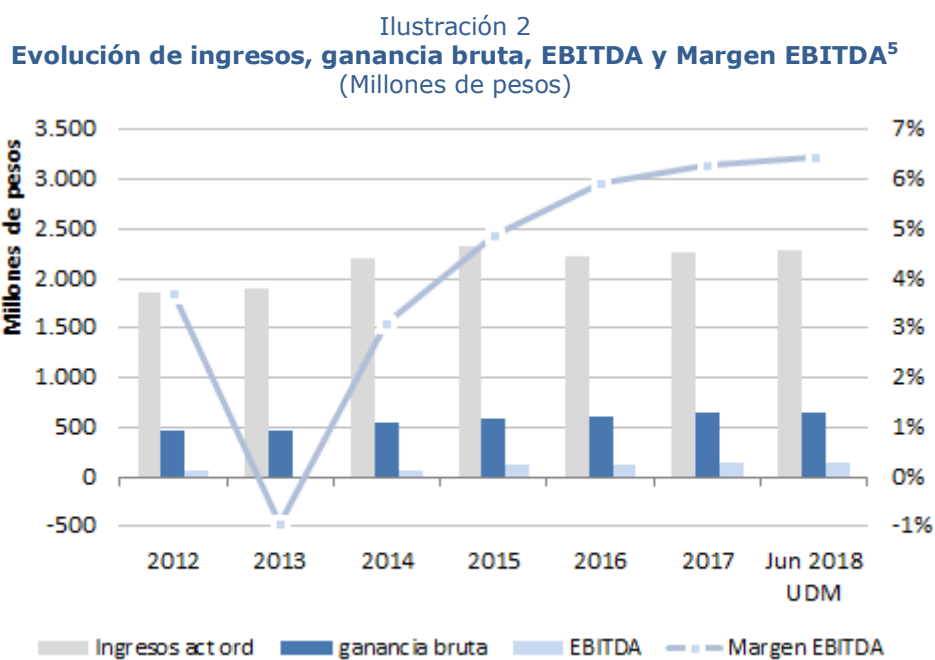
Ilustración 1
Distribución Ingresos SMU. 2016-2017
(Millones de pesos)



Análisis financiero⁴

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 2018. De esta manera, el margen EBITDA ha aumentado desde un valor negativo en 2013 a 6,4% en el año móvil finalizado en junio de 2018 (ver Ilustración 2), en un contexto de un escenario macroeconómico de bajo dinamismo, lo que da cuenta de la capacidad de la administración para racionalizar las operaciones e incrementar su generación de flujos.



Composición y evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

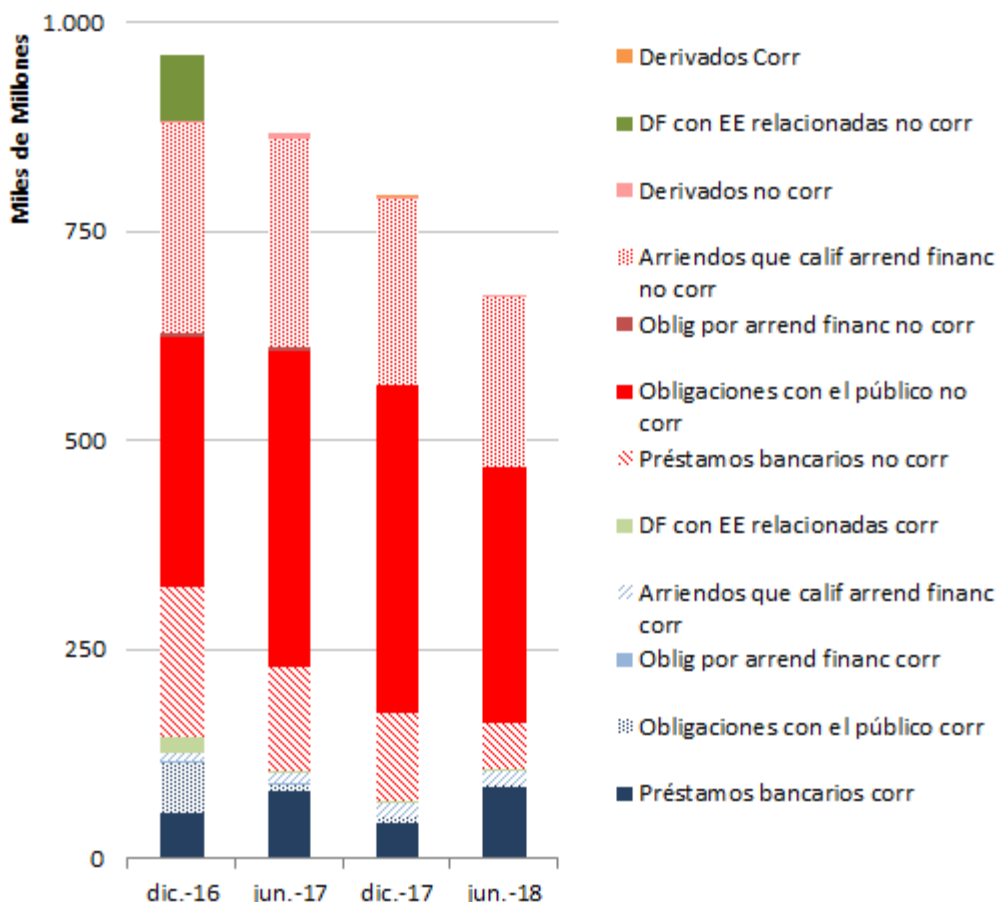
La Ilustración 3 muestra el cambio en los pasivos financieros de la compañía entre diciembre de 2016 y junio de 2018. Además, de los pasivos financieros corrientes y no corrientes, la imagen presenta la deuda financiera con entidades relacionadas, corrientes y no corrientes. La suma de estos pasivos alcanzaban a más de \$958 mil millones a fines de 2016, los cuales se reducen a \$707 mil millones a junio de 2018, esto es, una caída de 26,2% en el período considerado.

⁴ 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 2018.

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

A mediados del presente año, la deuda se concentra en Obligaciones con el Público no corriente (43,4%), Arriendos que Califican como Arrendamientos Financieros no corrientes (28,6%) y Préstamos Bancarios corrientes (12%).

Ilustración 3
Estructura Deuda Financiera
Miles de Millones de pesos



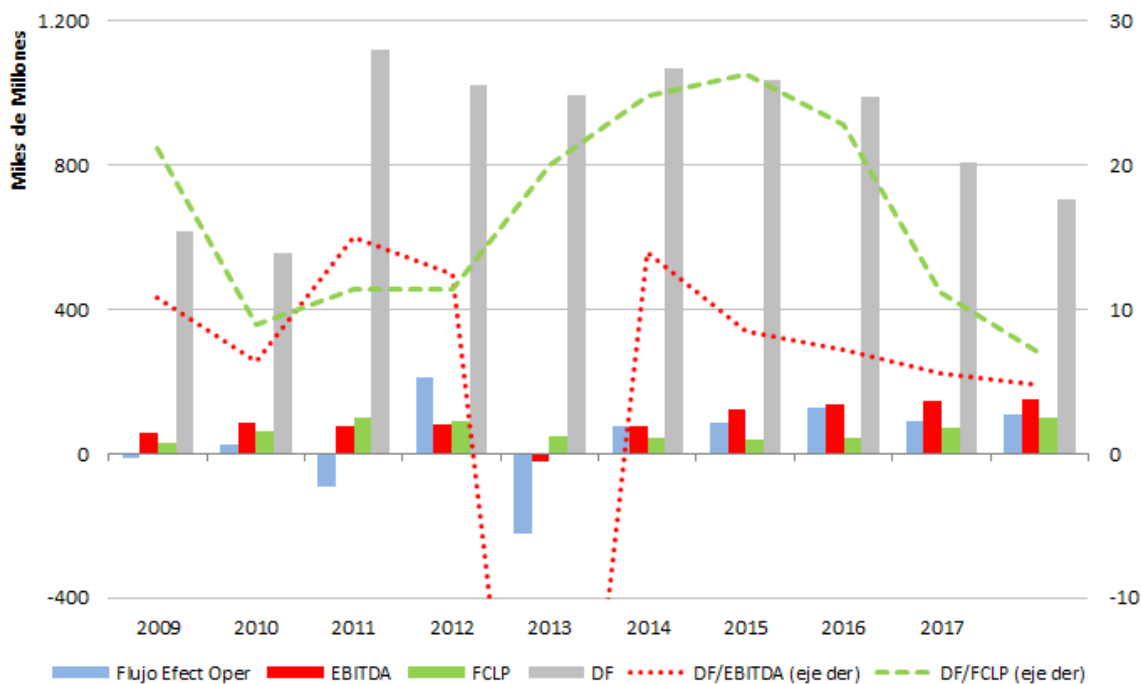
A partir de 2015, el endeudamiento relativo de la empresa, medido como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)^{6,7}, ha mostrado una tendencia decreciente. En efecto, el indicador DF/EBITDA luego de un nivel de casi 14 veces registrado en 2014, se sitúa en niveles de 4,8 veces en la más reciente observación de junio de 2018. 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

⁶ 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.

⁷ 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.

(período en que alcanza un nivel de 26,3 veces), pero posteriormente exhibe una trayectoria decreciente, situándose en niveles de 7 veces a fines del período analizado (ver *Ilustración 4*).

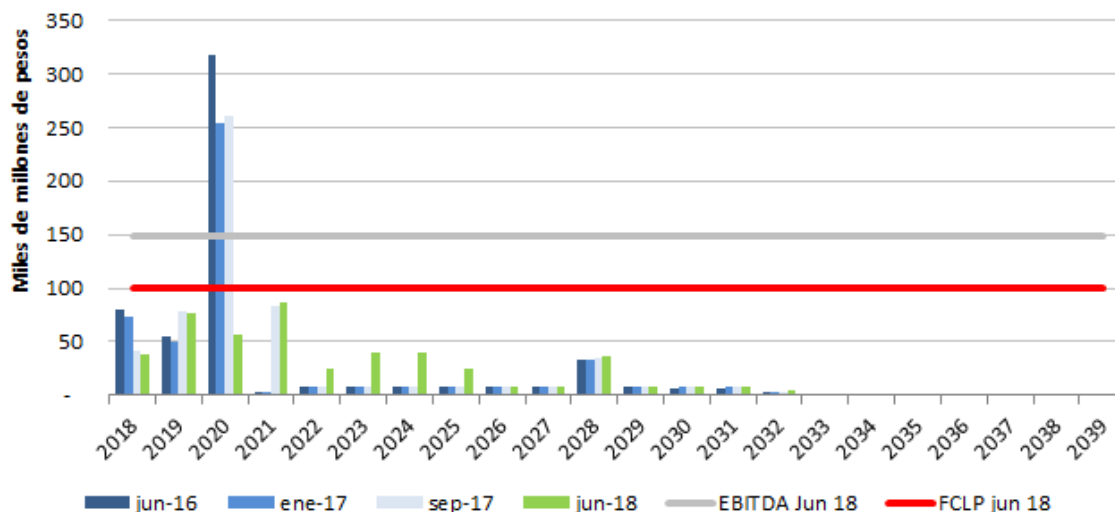
Ilustración 4
Indicadores endeudamiento relativo⁸



La *Ilustración 5* muestra el calendario de vencimientos (amortizaciones) existente en distintas fechas. Se aprecia que la administración ha podido descomprimir los pagos para 2020, incrementando la duración de la deuda. Se aprecia que, a junio de 2018, ninguna amortización para el período 2018-2039 es superior al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP).

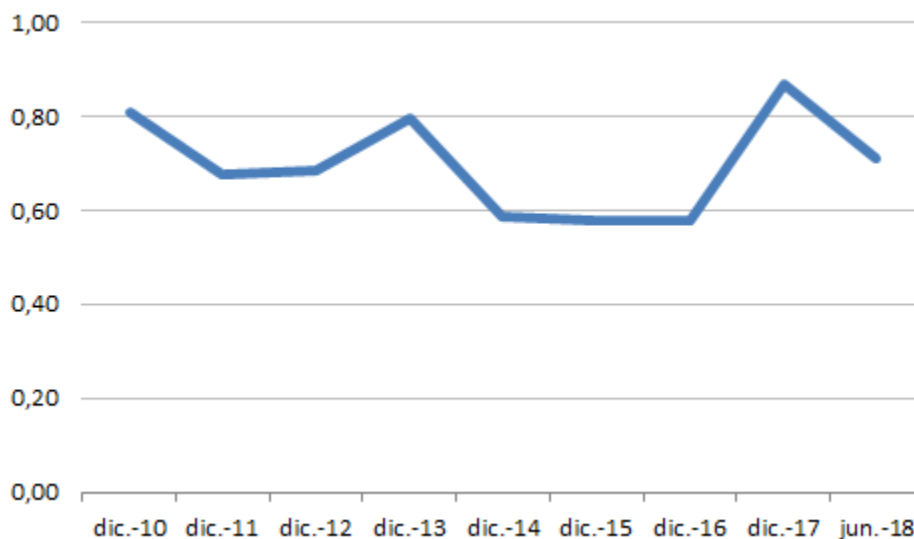
⁸ Las cifras previas a 2014 presentan diferencias en los criterios contables, por lo que no son estrictamente comparables con el período posterior.

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 0,71 veces a junio de 2018. 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*).

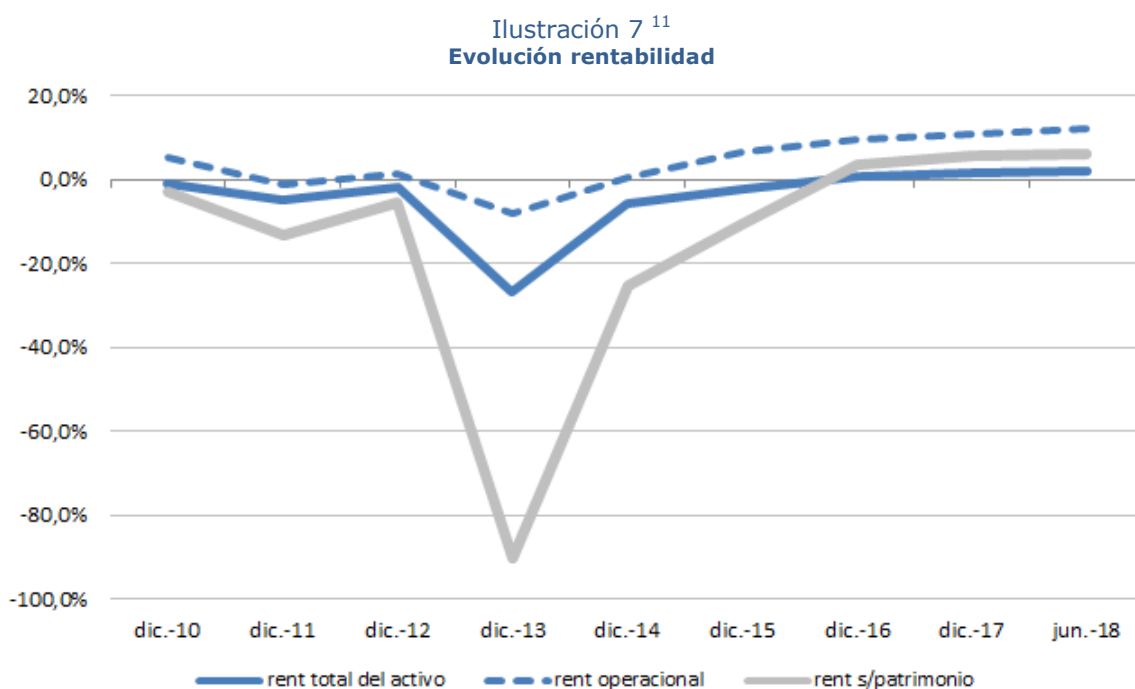
Ilustración 6 ⁹
Razón circulante



⁹ 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 rentabilidad¹⁰

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 2018 la rentabilidad operacional en 12,3%, mientras que las rentabilidades del activo y del patrimonio se sitúan en valores positivos, alcanzando 2,1% y 6,3%, respectivamente.



¹⁰ 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.

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

Bonos

Líneas y series de bonos colocados

Línea de bonos N° 649

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

Línea de bonos N° 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%

Cuarta Emisión

Serie T

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

Línea de bonos N° 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

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

Quinta Emisión

Serie P

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

Línea de bonos N° 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

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

Definición	Límite	Indicador a Junio 2018
Pasivo Financiero Neto sobre patrimonio total	< a 1,3 veces (medición a partir de dic 2019)	0,88
Cobertura de gastos financieros neto	> o = 1,5 veces (a partir de dic 2016) > o = 2,0 veces (a partir de dic 2017) > o = 2,5 veces (a partir de dic 2019)	2,20

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

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

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".