

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia / Bonos	BBB+	Modificación	Estable	Modificación	General de empresas; Metodología industria de bienes de consumo

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **modifica desde categoría BBB con tendencia positiva hasta categoría BBB+ con tendencia estable** la clasificación de solvencia y bonos de SMU S.A. (en adelante la compañía, la empresa o SMU).

La modificación de la clasificación es consistente con lo anunciado por esta clasificadora en [comunicado de cambio de tendencia](#) de junio de 2018, en el que se indicó que de continuar la favorable evolución operacional de la compañía, podría impactar positivamente en la clasificación de riesgo asignada a esta empresa.

En este sentido, ICR considera que la empresa está implementando satisfactoriamente su plan estratégico (CIMA), impactando positivamente en sus resultados, aún bajo un escenario de desaceleración del consumo en el mercado local.

Así, los resultados a septiembre de 2018 refuerzan la tendencia que se ha observado en esta empresa: continuo crecimiento en las ventas trimestrales (sustentado en el crecimiento de las ventas por m² y *same store sales*), donde su principal formato – Unimarc – continúa incrementando sus ingresos sin apertura de locales.

por lo que el impacto no es significativo. SMU se encuentra llevando a cabo varias iniciativas para enfrentar la competencia, incluyendo el lanzamiento de una nueva plataforma, así como pilotos con diferentes *last milers*.

La implementación de iniciativas asociadas al plan CIMA ha permitido que los márgenes de la empresa continuaran mejorando, aún bajo un escenario de menor crecimiento en la industria chilena. La empresa ha avanzado con sus remodelaciones de locales Unimarc, y sigue buscando optimización de actividad promocional, a través de un mayor conocimiento de sus clientes. Asimismo, en materia de eficiencia operacional, tal y como lo había anunciado la empresa los períodos anteriores, se incluyen iniciativas como el aumento en la centralización desde 45,1% a diciembre de 2017 hasta 47,0% a septiembre de 2018 (principalmente para la mayor disponibilidad de productos y mejora del margen bruto) y reducción de la dotación. De esta manera la empresa ha podido controlar sus gastos operacionales, los cuales crecen menos que el margen bruto.

Así, en términos operacionales, la empresa generó \$109.486 millones de EBITDA¹ a septiembre de 2018, lo que representa un crecimiento de 10,1% respecto al mismo período del año anterior (cifras 2017 re-expresadas²). Consistente con esto, el margen EBITDA³ cerró en 6,4% evidenciando las iniciativas sobre las que ha estado trabajando la empresa. Respecto al EBITDA ajustado por gasto en arriendo estimado por ICR (EBITDAR⁴), éste fue de \$155.289 millones, cifra 9,1% superior respecto a septiembre de 2017.

Si bien la empresa cerró septiembre de 2018 con \$22.179 millones de utilidad (\$9.297 millones a septiembre de 2017), esta cifra estuvo impactada por efectos extraordinarios derivados de la reestructuración organizacional (\$8.400 millones) y gastos financieros extraordinarios (\$11.900 millones) producto de los prepagos materializados durante los primeros nueve meses del año. Por otro lado, la venta de su filial Construmart (abril de 2018) generó un impacto positivo en el ingreso por impuestos a las ganancias. Tanto el proceso de reestructuración como el prepago del bono internacional son iniciativas que generarán ahorros en el futuro.

Con todo, la utilidad del tercer trimestre de 2018 de \$7.402 millones (\$3.698 millones en el tercer trimestre de 2017), es representativa del nivel de resultados que la empresa debería generar en régimen, dado que corresponde a una cifra sin efectos extraordinarios. Esta utilidad

Ventas trimestrales, segmento supermercado (MM\$)

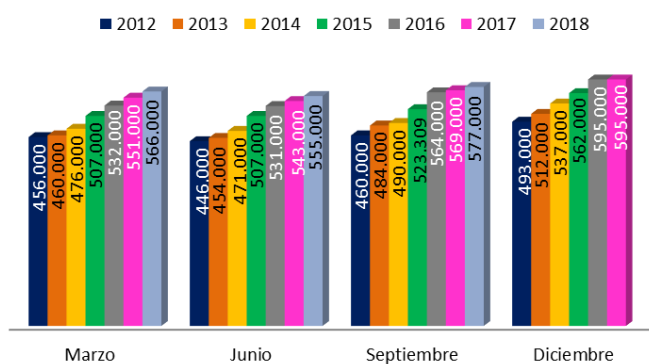


Gráfico 1: Ingresos trimestrales supermercados.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

El formato Mayorista, por su parte, muestra una mejora en sus ingresos tras la redefinición de su estrategia. Perú creció a tasas de 7,3% en soles a septiembre 2018 y OK Market se mantiene estable dentro de su nicho de mercado. Telemercados continúa sin crecimientos dado el alto nivel de competencia. Sin embargo, cabe mencionar que *e-grocery* representa menos del 1% de los ingresos de la compañía,

refleja la baja en el costo de financiamiento de SMU, ahorros en costos y gastos operacionales derivados de su plan estratégico y menor efecto no operacional por diferencias de tipo de cambio dada la amortización del bono internacional.

En relación a las necesidades de inversión, para el año 2019 se espera que la compañía incremente su Capex. Es importante mencionar que conforme se mantenga un foco de inversión conservador, esto es, en línea con su capacidad de generación de caja, no se produciría un efecto negativo en la clasificación de riesgo de SMU. En caso contrario, vale decir, que la compañía reenfoque sus inversiones hacia un modelo de mayor riesgo, con alto flujo de inversión que pueda deteriorar sus indicadores de deuda, podría producirse un cambio negativo en la clasificación o tendencia asignada a la solvencia y bonos de esta empresa.

Los refinanciamientos de deuda (con mejores condiciones) iniciados el año 2017 por la administración, continuaron durante el 2018 con la recompra total del bono internacional (US\$ 120 millones el 9 de febrero de 2018, US\$ 80 millones el 2 de abril de 2018 y US\$ 100 millones el 15 de mayo) y colocaciones de bonos en el mercado local (serie T en abril y junio de este año). Las estimaciones de ICR indican que,

con el flujo que está generando esta empresa, sumado a su actual calendario de amortización, cubriría adecuadamente sus obligaciones de los siguientes doce meses⁵.

La tendencia estable asignada a la clasificación se sustenta en las expectativas de cambios de clasificación en el rating de SMU al corto plazo, el que debería mantenerse sin variaciones negativas conforme la compañía (i) no incremente su stock de deuda significativamente de modo tal de deteriorar sus indicadores actuales; (ii) no disminuya su generación de flujo actual; (iii) continúe con su plan de capex en línea con las capacidades de generación de caja de la empresa; (iv) no se produzca presión en el flujo de caja como resultado de mayores recursos destinados a sus accionistas.

En contraposición, cambios positivos en la clasificación asignada a la solvencia y bonos de SMU se podría producir al mediano o largo plazo, conforme los indicadores operacionales de la empresa mejoren significativamente respecto a sus niveles actuales, sin que ello signifique deteriorar sus indicadores de deuda.

Respecto a los instrumentos de oferta pública de SMU, en opinión de ICR la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la Categoría BBB.

TORIA DE CLASIFICACIÓN DE BONOS/SOLVENCIA

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
30-abr-13	A-	En Observación	Reseña anual
04-jun-13	BBB	Negativa	Cambio de clasificación y tendencia
17-jul-13	BB+	Negativa	Cambio de clasificación
12-ago-13	B	En Observación	Cambio de clasificación y tendencia
30-abr-14	B	En Observación	Reseña anual
23-oct-14	B	Estable	Cambio de tendencia
30-abr-15	B	Positiva	Cambio de tendencia
31-ago-15	B+	Positiva	Cambio de clasificación
31-mar-16	BB-	Positiva	Reseña anual con cambio de clasificación
30-nov-16	BB	Positiva	Cambio de clasificación
24-ene-17	BB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
31-mar-17	BB+	Estable	Reseña anual
17-nov-17	BB+	Positiva	Cambio de tendencia
24-ene-18	BBB-	Positiva	Cambio de clasificación
29-mar-18	BBB	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación
29-jun-18	BBB	Positiva	Cambio de tendencia
07-dic-18	BBB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia

¹ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gasto de administración – costos de distribución + depreciación y amortización.

² En abril de 2018 se materializó la venta de la sociedad filial Construmart S.A. y sus filiales. De acuerdo a las disposiciones de la NIIF 5, en los Estados Financieros Consolidados, este segmento se presenta como disponible para la venta. Producto de lo anterior, las cuentas del estado de resultados de los primeros nueve meses y tercer trimestre de 2017 han sido re-expresadas para tener la misma presentación que las cifras de los primeros nueve meses y tercer trimestre de 2018. De esta forma, en ambos períodos presentados, los resultados de Construmart se consolidan en una sola línea en el estado de resultados de SMU, como “Utilidad (pérdida) del período de operaciones discontinuadas”. Asimismo, el estado de flujo de efectivo de los primeros nueve meses de 2017 ha sido re-expresado, por lo que las cifras también son comparables con las cifras de los primeros nueve meses de 2018. En el caso del estado de situación financiera, las cifras son comparables.

³ Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos ordinarios. Indicador sólo considera segmento supermercados.

⁴ EBITDAR = EBITDA + gasto en arriendo calculado por ICR. Indicador calculado para el segmento supermercado, vale decir, con cifras 2017 re-expresadas. Arriendo operativo corresponde al valor presente de la obligación, bajo los supuestos de: (i) plazo a 10 años y; (ii) descuento a una tasa de UF + 7%.

⁵ Ratio de cobertura de servicio de la deuda = (Caja inicial + EBITDAR – Capex – Impuestos, proyectados) / Obligaciones próximos 12 meses (incluye capital e interés y deuda proyectada por ICR por concepto de gasto en arriendo).

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.