SMU S.A.

INFORME DE CAMBIO DE CLASIFICACIÓN

Julio 2013

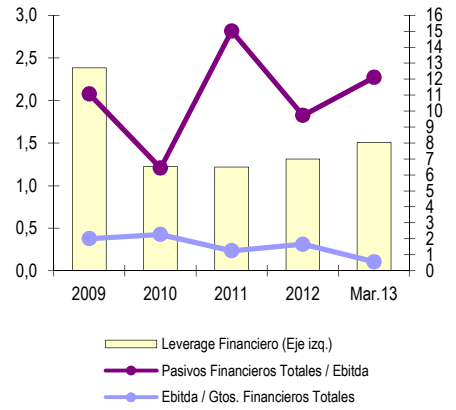
	Abr. 2013	Jul. 2013
Solvencia	BBB	BB+
Perspectivas	Estables	CW Negativo

** Detalle de clasificaciones en Anexo.*

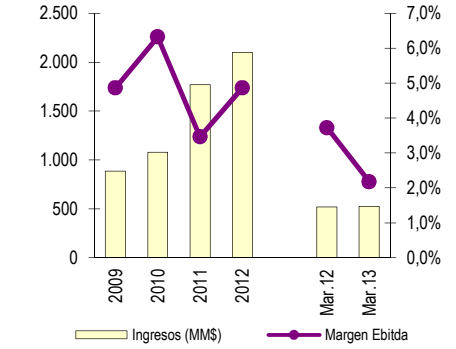
Indicadores Relevantes*

	IFRS 2011	IFRS 2012	IFRS Mar.13
Ventas (MMM$)	1.769	2.102	
Margen Bruto	22,6%	23,6%	
Margen Ebitda	3,5%	4,9%	
Resultado Operacional / Activos	-0,4%	1,2%	
Pasivos Fin. totales / Patrimonio	1,22	1,31	
Deuda por financ. / Patrimonio	0,78	0,76	
Ebitda / Gastos Fin. Brutos	1,28	1,68	
Pasivos Fin Totales/ Ebitda	15,0	9,7	
FCNO* / Deuda financiera			

Elevado endeudamiento y bajas coberturas*



Fuerte deterioro de márgenes*



** Cifras a mar.13 ajustadas por Feller Rate según su estimación del impacto de la subvaluación de pasivos financieros por $38.979 millones informada por SMU mediante hecho esencial el 11 de julio de 2013, que implicará la corrección de los estados financieros al 31 marzo de 2013.*

Analista: Valeria García
vgarcia@feller-rate.cl
(562) 757-0400

Fundamentos

Feller Rate bajó a "BB+" desde BBB" las clasificaciones otorgadas a la solvencia y a las líneas de bonos de SMU S.A. Paralelamente, les asignó un Creditwatch "Negativo"

La acción de clasificación responde a la situación de stress financiero en que se encuentra la compañía, ante el significativo deterioro de su flexibilidad financiera y el rápido debilitamiento en su posición de liquidez. Considera, asimismo, la importante caída evidenciada en su desempeño operacional que, de acuerdo con nuestras estimaciones, derivará en una generación de flujos operativos que se mantendrá deficitaria en lo que resta de 2013.

A la fecha, la entidad no ha logrado concluir la renegociación con sus acreedores de los resguardos financieros comprometidos en casi el total de los contratos de los créditos bilaterales y los contratos de bonos locales. También se encuentra pendiente la disminución de sus pasivos financieros, por cerca de $89 mil millones, comprometida para el segundo trimestre de 2013, a través del uso del parte de los fondos recaudados en la colocación de los bonos 144A y el aumento de capital, realizados en febrero y marzo de 2013, respectivamente. La amortización de deudas financieras habría sido realizada sólo en forma parcial. Ambos factores eran considerados clave para proveer a la entidad de una mayor holgura financiera.

A lo anterior, se suma el deterioro de la rentabilidad operacional, que ha derivado en una generación de flujos operativos deficitaria, que a su vez ha ejercido una fuerte presión sobre la posición de caja de SMU.

El desempeño operativo se ha visto afectado, principalmente, por la caída en la afluencia de clientes, ante problemas de abastecimiento derivados de la situación con proveedores. En opinión de Feller Rate, la pérdida de clientes en que se traduce la falta de productos en sala es un elemento de lenta recuperación, por lo que estima continuará repercutiendo en los resultados de SMU durante los próximos trimestres de 2013.

A la situación descrita, se sumó el que en el día de ayer SMU anunció que errores de contabilización generaron una subvaluación de los pasivos financieros en los estados financieros al 31 de marzo. Esta subvaluación implicó, a su vez, la necesidad de corregir a la baja el Ebitda e incrementar los gastos financieros, derivando en el incumplimiento de los covenants financieros estipulados en los contratos de emisión de los bonos locales. Si bien esto no genera una aceleración automática, impone una presión adicional sobre la situación financiera de la empresa, fundamentalmente en términos de los plazos disponibles para aliviar el stress financiero que experimenta la compañía.

La caída en el desempeño operacional, la reducción de deuda menor a la inicialmente estimada y la no materialización al 30 de junio de la flexibilización de los resguardos financieros contenidos en los contratos de los bonos locales hacían prever como escenario más probable el incumplimiento de covenants en los estados financieros del 30 de junio (con fecha de publicación al 13 de septiembre de 2013). Sin embargo, el que dicha situación se adelante acorta significativamente los plazos disponibles para la

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

Fortalezas

- Alta participación de mercado alcanzada, con importante escala de operaciones.
- Diversificación a través del uso de varios formatos de venta y amplia cobertura geográfica.
- Administración con importante experiencia en el sector.
- Carácter de inversión estratégica para el Grupo controlador.

Riesgos

- Industria madura, altamente competitiva y sensible a variaciones en el nivel de actividad económica.
- Significativo endeudamiento, influido por agresivas adquisiciones, con vencimientos de deuda relevantes en el mediano plazo.
- Flujo de caja deficitario ante caída de afluencia ante problemas de abastecimiento derivados de problemas con proveedores.
- Flexibilidad financiera fuertemente restringida ante situación de incumplimiento de covenants y débil posición de liquidez.
- Importantes desafíos operativos derivados de la integración de múltiples empresas.
- Baja disponibilidad del controlador para realizar nuevos aportes de capital ante las necesidades de financiamiento que el grupo debe satisfacer en otras áreas de negocio.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Solvencia	BB+
Perspectivas	CW Negativo

administración.

En forma paralela al incumplimiento de covenants, SMU anunció su intención de llamar a junta extraordinaria de accionistas para aprobar un aumento de capital por US$500 millones, a realizar mediante apertura a bolsa. No obstante fuera este aprobado, Feller Rate no incorpora la eventual materialización del mismo en su actual evaluación. Esto, por los plazos relativamente prolongados normalmente requeridos para materializar aumentos de capital a través de oferta pública. Adicionalmente, porque el éxito de las operaciones en bolsa, tanto en términos del número de acciones finalmente suscritas, como del precio de los títulos, regularmente tienen directamente relación con la fortaleza financiera y de negocios de la compañía. Por último, el análisis también considera la baja disponibilidad actual del controlador para realizar nuevos aportes de capital ante las necesidades de financiamiento que el grupo debe satisfacer en otras áreas de negocio.

En el corto plazo, la evolución de la clasificación dependerá de los avances de SMU en negociar con los tenedores de bonos una solución al incumplimiento de los covenants, para lo cual dispone de un periodo de 90 días. Asimismo, considerará el grado de éxito en materializar el aumento de capital anunciado, así como de otras medidas tendientes a fortalecer la posición de liquidez de la empresa y reducir su endeudamiento. Dependiendo de la resolución de estos elementos, la clasificación podría ser estabilizada o bajar uno o más *notchs*.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

	Abr.2011	Sep.2011	Ene.2012	Abr.2012	Sept. 2012	Ene.2013	Abr.2013	Jul 2013
Solvencia	A	A	A-	A-	A-	A-	BBB	BB+
Perspectivas	Estables	CW Negativo	Estables	Estables	Negativas	CW Negativo	Estables	CW Negativo
Líneas de bonos	A	A	A-	A-	A-	A-	BBB	BB+

Resumen Financiero Consolidado IFRS

	2009	2010	2011	2012	Mar-13	Mar-12
Ingresos por Venta	884.932	1.077.951	1.768.862	2.102.212	525.432	518.057
EBITDA (1) (3)	43.038	68.215	61.217	102.169	11.431	19.282
Resultado Operacional (3)	41.610	52.547	-7.484	29.193	-9.272	-892
Gastos Financieros (sin considerar arriendos)	-14.758	-20.010	-28.520	-31.075	-8.716	-5.902
Gastos Fin. Arriendos (3)	-6.694	-10.061	-20.419	-30.621	-11.777	-8.139
Utilidad (3)	22.675	13.414	-74.173	-39.391	-31.049	-30.506
Caja y Equivalentes	118.145	95.691	44.902	152.133	121.245	31.934
Cuentas por Cobrar Clientes	26.360	58.252	91.783	97.227	96.285	91.952
Inventario	72.509	121.006	204.205	187.616	201.472	209.065
Cuentas por Pagar	167.001	248.092	378.798	534.629	407.663	390.563
Activos Totales (3)	876.682	1.112.647	2.112.126	2.361.588	2.366.137	2.143.363
Pasivo Exigible (3)	676.574	754.772	1.359.054	1.605.093	1.608.820	1.407.831
Pasivos Financieros totales (3)	476.927	438.795	919.511	993.826	1.141.762	955.662
Deuda Financiera	390.601	277.869	588.099	576.034	712.692	603.191
Deuda financiera corto plazo	101.176	85.000	121.399	106.417	123.579	136.138
Deuda financiera largo plazo	289.425	192.869	466.700	469.617	589.113	467.053
Obligaciones por Arriendos (3)	86.326	160.926	327.118	413.908	427.237	348.621
Patrimonio	200.110	357.968	753.072	756.517	757.352	735.541
Flujo de fondos de Operación (FFO)		29.082	-5.128	30.257		
Variación de Capital de trabajo		-10.631	-69.584	145.649		
Flujo neto de Operación (FCNO)	-11.000	18.451	-74.712	175.906	-161.537	10.573
Inversión en Act. Fijos e Intangibles	-43.126	-141.753	-138.211	-91.226	-14.320	-18.072
Inversiones Permanentes	-78.471	-69.260	-120.615	-5.155	0	-4.887
Flujo de caja neto de inversión (FCF)	-132.597	-192.562	-333.538	80.078	-147.217	
Dividendos Pagados	0	0	0	0	0	
Aumentos de Capital	40.535	160.772	191.923	50.000	23.955	
Var. Deudas Financieras	120.823	-14.519	95.647	-27.555	165.867	
Flujo Neto Total de Periodo	39.789	-32.647	-50.789	107.231	-30.888	-12.968
Margen Bruto	25,2%	26,9%	22,6%	23,6%	-23,6%	-23,5%
Margen EBITDA	4,9%	6,3%	3,5%	4,9%	2,2%	3,7%
Deuda financiera / Patrimonio	1,95	0,78	0,78	0,76	0,94	0,82
Pasivos financieros totales (2) / Patrimonio	2,38	1,23	1,22	1,31	1,51	
Pas. Fin. Totales / Ebitda	11,08	6,43	14,95	9,73	12,1	
Ebitda / Gtos. Fin. Totales	2,01	2,27	1,25	1,66	0,56	1,37
Liquidez corriente	0,81	0,83	0,69	0,68	080	0,64

(1) Ebitda: Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones del ejercicio.

(2) Incluye obligaciones por arriendos.

(3) Cifras ajustadas por Feller Rate según su estimación del impacto de la subvaluación de pasivos financieros por $38.979 millones informada por SMU mediante hecho esencial el 11 de julio de 2013, que implicará la corrección de los estados financieros al 31 marzo de 2013.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Características de los instrumentos

	649	650	667	668
Fecha de inscripción	20.12.2011	20.12.2011	26.05.2011	26.05.2011
Monto de la línea	UF 5,5 millones	UF 5,5 millones	UF 7 millones	UF 7 millones
Plazo de la línea	10 años	30 años	10 años	30 años
Series inscritas al amparo de la línea	A, B, C y E	D y F	A	B
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos		Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos	
Covenants	Endeudamiento Financiero Neto < 1,3 veces Cobertura de gastos financieros netos a diciembre 2011 > 1,25 veces Cobertura de gastos financieros netos a marzo 2013 > 1,5 veces Cobertura de gastos financieros netos a septiembre 2013 >2,0 veces Cobertura de gastos financieros netos desde marzo 2014 >2,0 veces		Endeudamiento Financiero Neto < 1,5 veces (a partir del 31.01.2011) Endeudamiento Financiero Neto <1,3 veces (a partir 01.01.2012) Cobertura de gastos financieros netos a marzo 2013 > 1,5 veces Cobertura de gastos financieros netos a septiembre 2013 >2,0 veces Cobertura de gastos financieros netos desde marzo 2014 >2,0 veces	
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie A	Serie C	Serie B
Al amparo de Línea de Bonos	667	667	668
Monto de la Emisión	UF 2 millones	UF 2 millones	UF 3 millones
Fecha de inscripción	01.06.2011	27.04.2012	01.06.2011
Amortización del capital	Una cuota al vencimiento	Una cuota al vencimiento	Una cuota al vencimiento
Fecha de Vencimiento	01-06-2016	02-05-2017	01.06.2032
Pago de Intereses	Semestrales	Semestrales	Semestrales
Tasa de Interés	3,40% anual, compuesta semestralmente	5,20% anual, compuesta semestralmente	3,80% anual, compuesta semestralmente
Rescate Anticipado	No	No	A partir del 01.06.2021
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie A	Serie B (*)	Serie C (*)
Al amparo de Línea de Bonos	649	649	649
Monto de la Emisión	UF 3 millones	$ 60 millones	UF 3 millones
Fecha de inscripción	13.01.2011	17.05.2011	13.01.2011
Amortización del capital	Una cuota al vencimiento	Una cuota al vencimiento	Una cuota al vencimiento
Fecha de Vencimiento	10-11-2015	10-11-2015	10-11-2020
Pago de Intereses	Semestrales	Semestrales	Semestrales
Tasa de Interés	4,10% anual, compuesta semestralmente	7,20% anual, compuesta semestralmente	4,30% anual, compuesta semestralmente
Rescate Anticipado	A partir del 10-11-2012	A partir del 10-11-2012	A partir del 10-11-2020
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie D	Serie E (*)	Serie F (*)
Al amparo de Línea de Bonos	650	649	650
Monto de la Emisión	UF 3 millones	UF2,5 millones	UF 2,55 millones
Fecha de inscripción	17.05.2011	13.01.2011	17.05.2011
Fecha de Vencimiento	10-11-2028	10.11.2015	10.11.2028
Amortización del capital	Una cuota al vencimiento	Una cuota al vencimiento	Una cuota al vencimiento
Pago de Intereses	Semestrales	Semestrales	Semestrales
Tasa de Interés	4,70% anual, compuesta semestralmente	3,70% anual, compuesta semestralmente	4,40% anual, compuesta semestralmente
Rescate Anticipado	A partir del 10.11.2018	A partir del 10.11.2012	A partir del 10.11.2018
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene

(*) Emisiones inscritas y no colocadas

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 auditoria practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, 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.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.