Humphreys
CLASIFICADORA DE RIESGO

Reporte Especial

A n a l i s t a
Gonzalo Neculmán.
Tel. 56 – 2 – 433 52 14
gonzalo.neculman@humphreys.cl

Retail en Chile

Evolución, Crecimiento y Riesgos

Agosto 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
www.humphreys.cl

Resumen ejecutivo

El sector comercial de ventas de productos al detalle –comúnmente conocido como *retail*- se ha posicionado como una industria de un elevado dinamismo dentro del contexto nacional, tanto en términos de ingresos como de generación de empleo. Algunas estimaciones señalan que se podría llegar a obtener una cifra de 1,3 millones de trabajos generados por este sector. Asimismo, de acuerdo a las estimaciones de ***Humphreys***, los ingresos anuales de esta industria por ventas en Chile no serían menores a los US$ 16.000 millones, lo cual representa cerca del 9% del PIB del país.

El fuerte desarrollo del sector *retail* queda de manifiesto al constatar la evolución experimentada por el nivel de activos de los grandes actores[1], el que pasó desde unos US$ 7.300 millones en 2003 hasta aproximadamente US$ 24.300 millones a diciembre de 2009. Si bien este crecimiento ha generado mayores niveles de inventarios, parte importante del incremento se explica por el aumento en las cuentas por cobrar del negocio crediticio asociado a la industria y por la fuerte inversión en activo fijo, tanto por la habilitación de los nuevos locales como por la evolución del negocio inmobiliario que llevan a cabo las empresas del rubro.

Las inversiones del sector han sido financiadas en un 60% aproximadamente con pasivos y en 40% con patrimonio. En términos individuales, la deuda financiera ha sido la principal fuente de recursos, explicando en torno al 33% del financiamiento de la industria, seguida por aumentos de capital, retención de utilidades y crédito de proveedores, los que explican alrededor del 21%, 19% y 13% de dicho financiamiento, respectivamente.

Si bien el mayor uso de fuentes externas de financiamiento ha implicado un aumento en el endeudamiento del sector, no necesariamente conlleva mayores niveles de riesgo para la industria, ya que en buena parte ha sido destinado a financiar el negocio inmobiliario y el crediticio, los cuales, comúnmente, presentan niveles de apalancamiento financiero muy superiores al del negocio comercial propiamente tal.

Por otra parte, hasta la fecha el crecimiento del sector y el uso más intensivo de deuda no se han proyectado en un incremento en la rentabilidad patrimonial de la industria. Dentro de lo que podría explicar esta situación está, por un lado, el hecho de que la constante expansión no ha permitido que se reflejen en su totalidad las economías de escala buscadas con los mayores volúmenes de operación y, por otro, existirían dificultades para obtener sinergias entre las distintas inversiones efectuadas.

[1] Según el sistema agregado por ***Humphreys***.

Con todo, es dable reconocer que el aumento en el nivel de actividad económica ha repercutido favorablemente en el posicionamiento de las marcas, genera barreras de entradas a nuevos operadores y facilita el acceso a diversas fuentes de financiamiento, tanto vía emisión de acciones como de deuda. Es este tipo de consideraciones las que han permitido que los operadores del sector, salvo excepciones, hayan podido mantener sus niveles de riesgo y, por ende, clasificaciones de riesgo en grado de inversión.

En Chile es posible identificar como grandes actores del *retail* a empresas o grupos empresariales tales como Falabella, Cencosud, Hites, La Polar, Johnson's, Ripley, Farmacias Ahumada, Salco Brand, Cruz Verde, entre los más conocidos.

El análisis presentado a continuación muestra la evolución financiera del sector, enfocada en una gran parte en el crecimiento que ha experimentado durante los últimos años, identificando los riesgos a los cuales se encuentra expuesto y la evolución futura que debería mostrar, así como los avances del negocio crediticio y los factores de riesgo propios de esta actividad.

El *retail* en Chile

En Chile, el *retail* ha tenido un desarrollo considerable en los últimos siete años, con crecimientos promedio trimestrales para el grupo de empresas analizadas por ***Humphreys*** de aproximadamente 3,3% en sus activos y de 7,5% en sus utilidades anuales.

Este crecimiento ha sido financiado en parte a través de deuda, tanto por préstamos bancarios de origen local y extranjero como mediante la emisión de títulos de deuda en el mercado de valores. De este modo, el total de la deuda de las principales empresas de *retail* en Chile a diciembre de 2009 alcanzaba a aproximadamente US$ 7,5 mil millones, representando cerca de un 5% del Producto Interno Bruto del país (PIB).

A la fecha, ***Humphreys*** clasifica los títulos de deuda y la solvencia de forma pública de cuatro empresas del sector (sin perjuicio de las empresas clasificadas de forma privada), clasificaciones que representan un *stock* de deuda de oferta pública de aproximadamente US$ 1.950 millones.

Miles de USD	Cencosud	Ripley Chile	Fasa	Sodimac
Deuda Financiera	2.807.546	212.822	189.265	197.628
Deuda Pública	1.473.614	146.675	157.119	175.085
Clasificación de Riesgo	AA	AA-	A	AA

Para efectos del análisis se utilizó información pública acerca de otras empresas de *retail* en Chile, a fin de estudiar las instituciones desde una perspectiva sectorial. Sin perjuicio de lo expuesto anteriormente, se utilizaron algunos supuestos para los análisis y proyecciones.

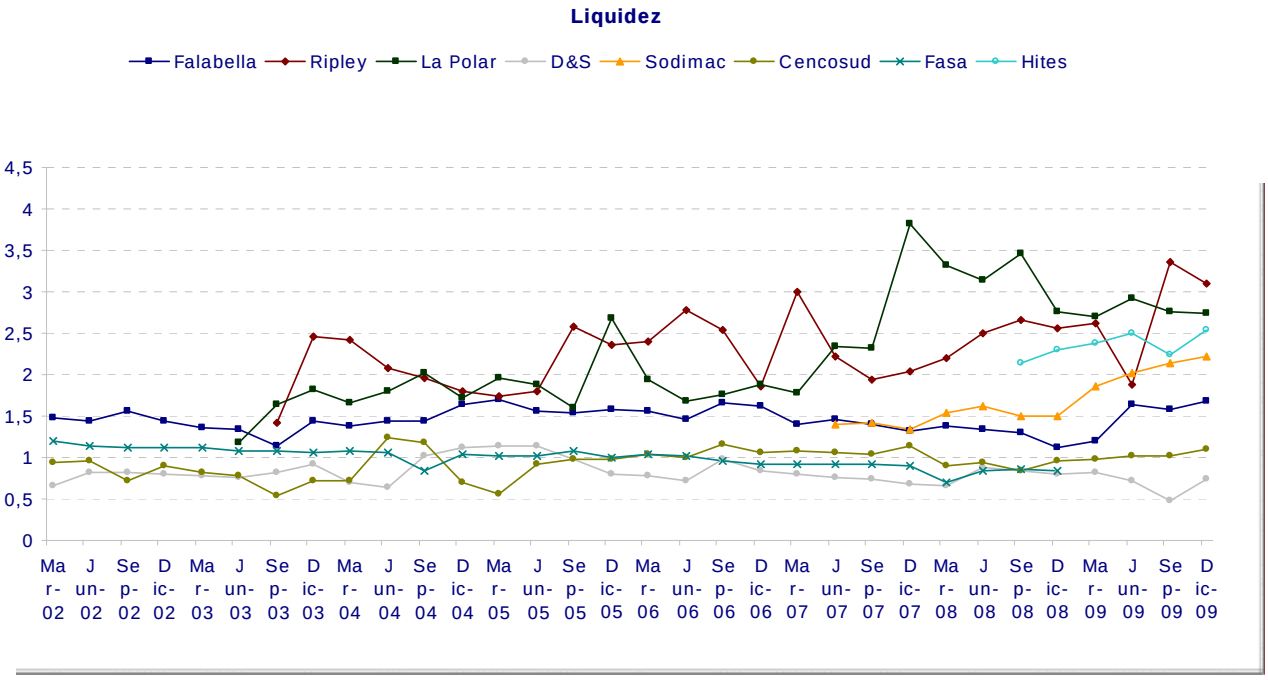
Indicadores financieros

Un aspecto importante al momento de entender la capacidad de pago y, por lo tanto, la solvencia de las empresas de *retail*, es la evolución de sus indicadores financieros. El presente acápite ilustra algunos de los indicadores básicos de estas empresas, analizados a nivel individual y agregado, identificando los principales factores y cambios ocurridos durante los últimos años.

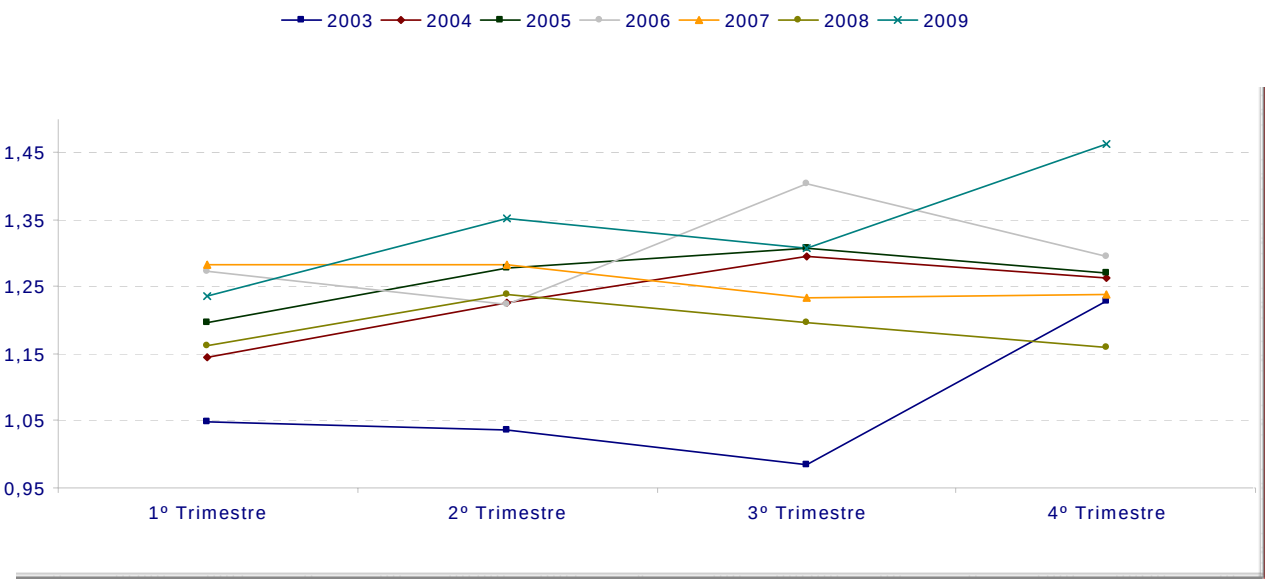
Liquidez:

El indicador de liquidez, medido como activo circulante sobre pasivo circulante, muestra las distintas realidades de cada empresa en lo que respecta a la suficiencia de sus recursos líquidos en relación con sus obligaciones de corto plazo.

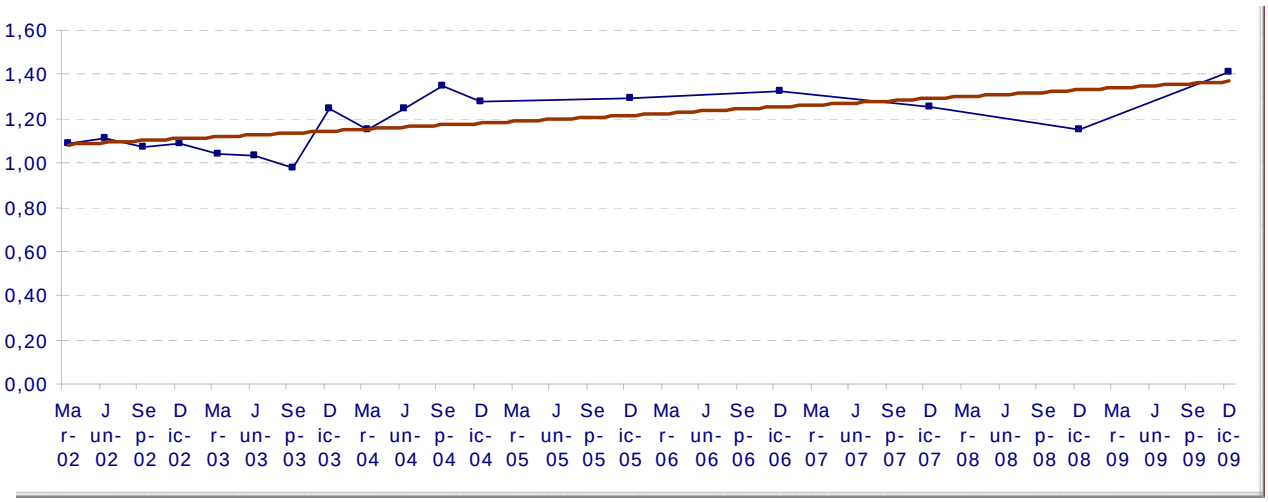
En general, se observa una leve tendencia al alza en los indicadores de liquidez de las empresas; sin embargo, esta tendencia no es marcada. Ello puede asociarse a la necesidad de financiar el crecimiento del negocio crediticio, caracterizado por ser intensivo en el uso de capital de trabajo. Asimismo, un entorno económico menos favorable obliga a mejorar la posición de liquidez para soportar los eventuales incrementos de los niveles de morosidad de las colocaciones (de hecho, Farmacias Ahumada, que no participa en el mercado del préstamo, es una de las entidades con indicadores de liquidez más bajos).



Liquidez Promedio

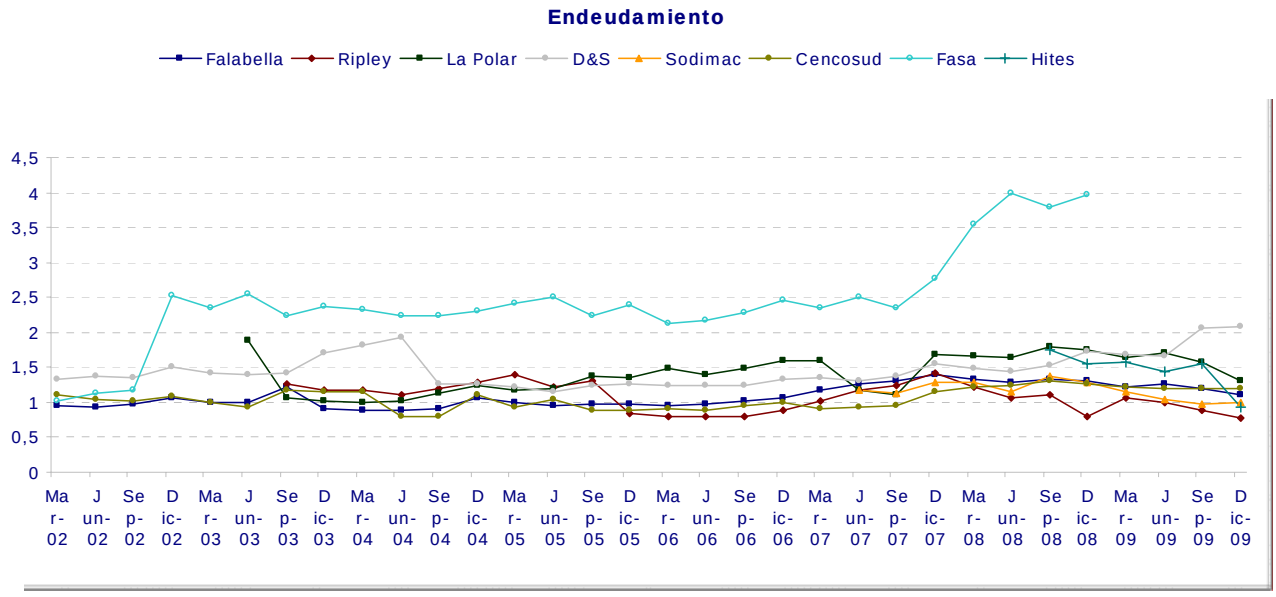


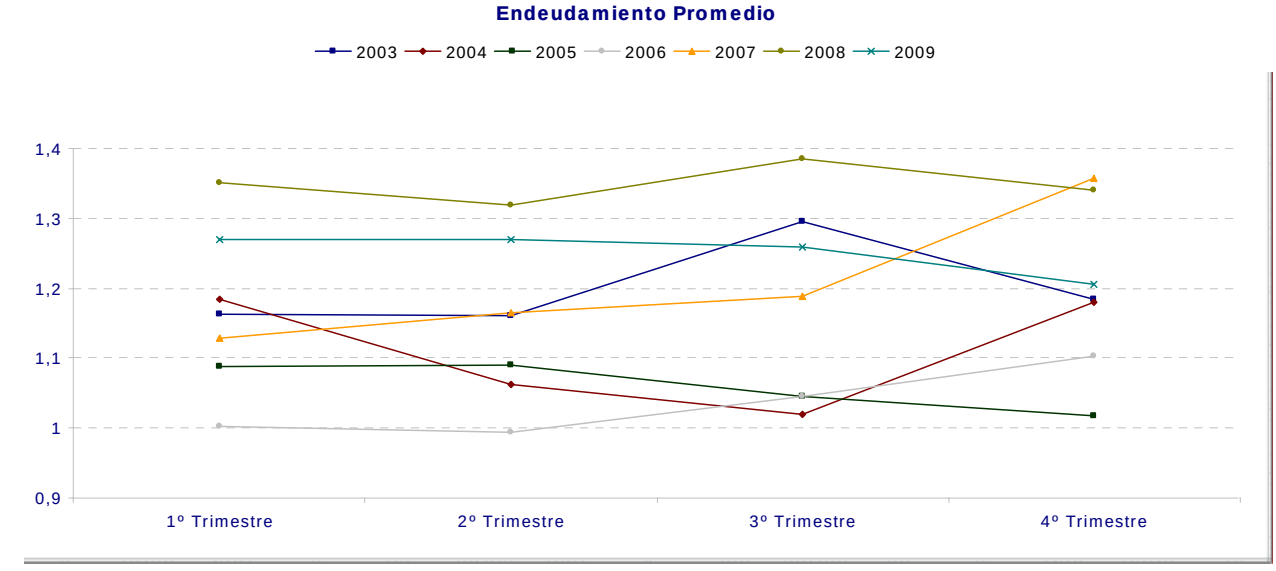
Liquidez Agregada



Endeudamiento:

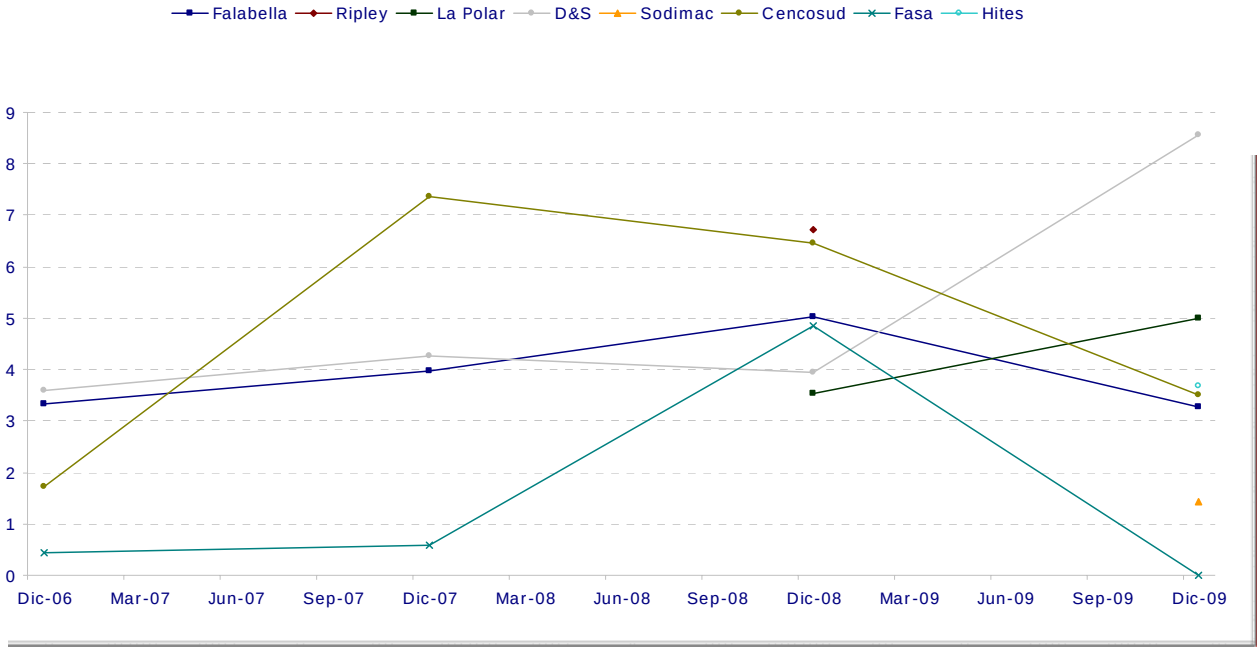
En términos de endeudamiento -medido como la relación entre el pasivo exigible y el patrimonio- se observa una alta volatilidad. Parte importante de las obligaciones están destinadas a financiar los créditos otorgados. Desde esta perspectiva no se evidencia un endeudamiento elevado (aún cuando el negocio crediticio se caracteriza por elevados niveles de apalancamiento financiero).



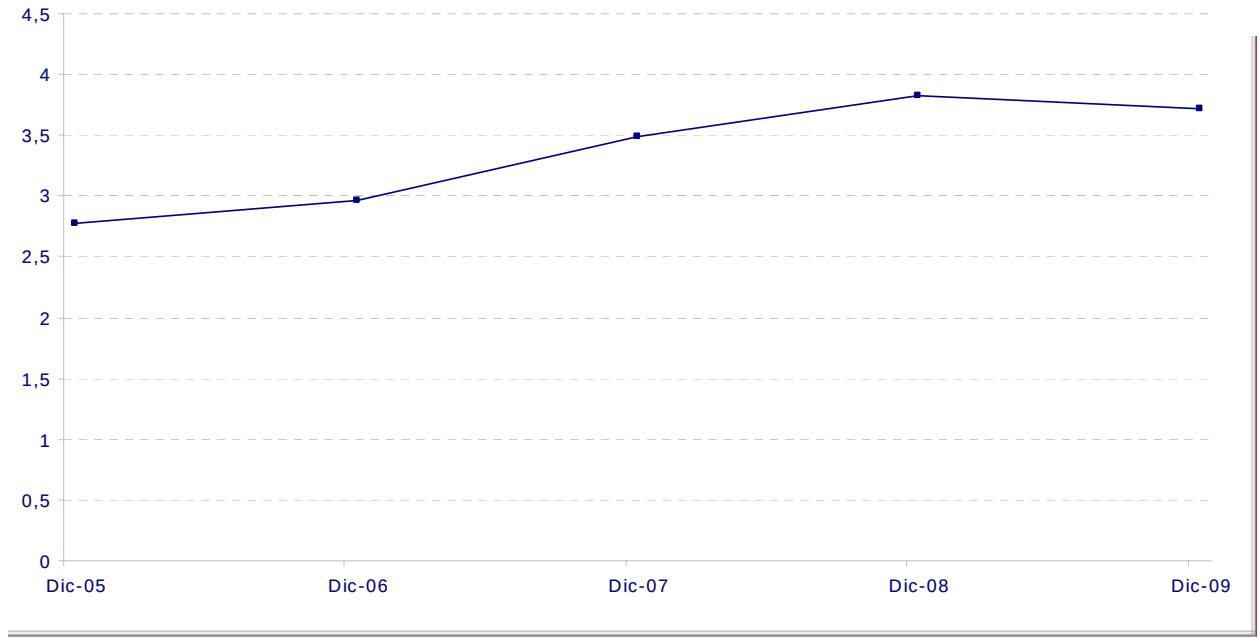


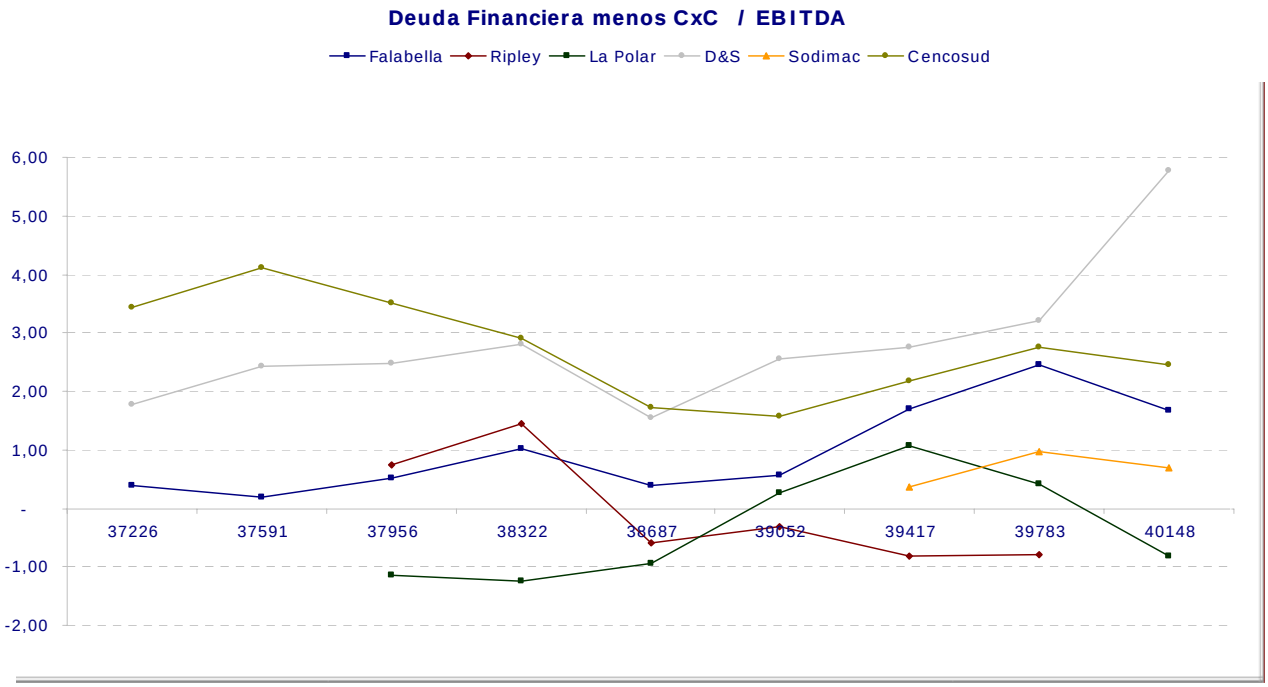
Al medir el endeudamiento relativo en relación con el EBITDA, tampoco se aprecia un patrón común en cuanto a la tendencia exhibida por los distintos operadores. Sin embargo, un análisis a nivel agregado permite observar una tendencia al alza desde el 2005 al 2008, pese al relevante crecimiento del EBITDA durante el período. Este mayor endeudamiento podría estar indicando la necesidad de incrementar la rentabilidad del patrimonio y/o procesos de inversión que aún no han madurado en su totalidad en cuanto a su generación de caja.

Deuda Financiera / EBITDA



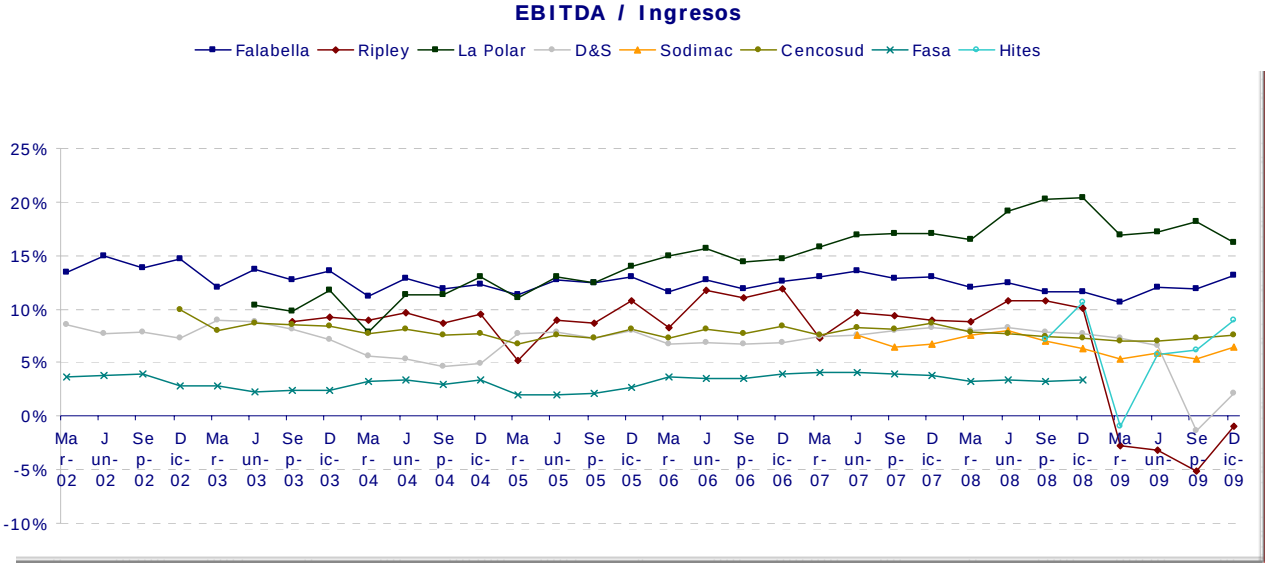
Deuda Financiera / EBITDA -Agregado-



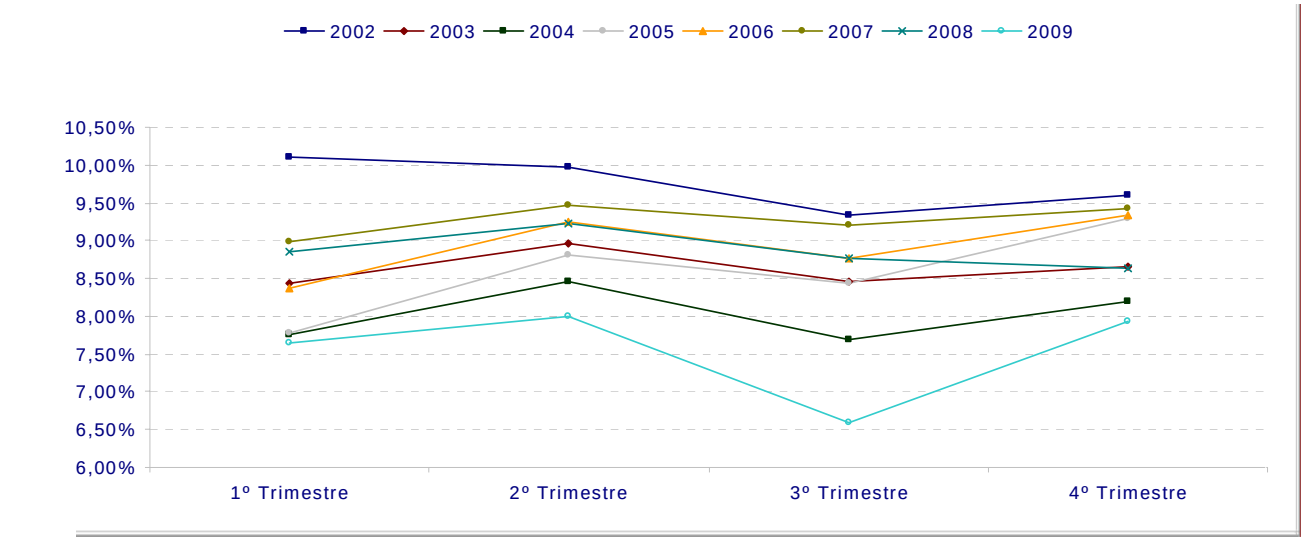


EBITDA:

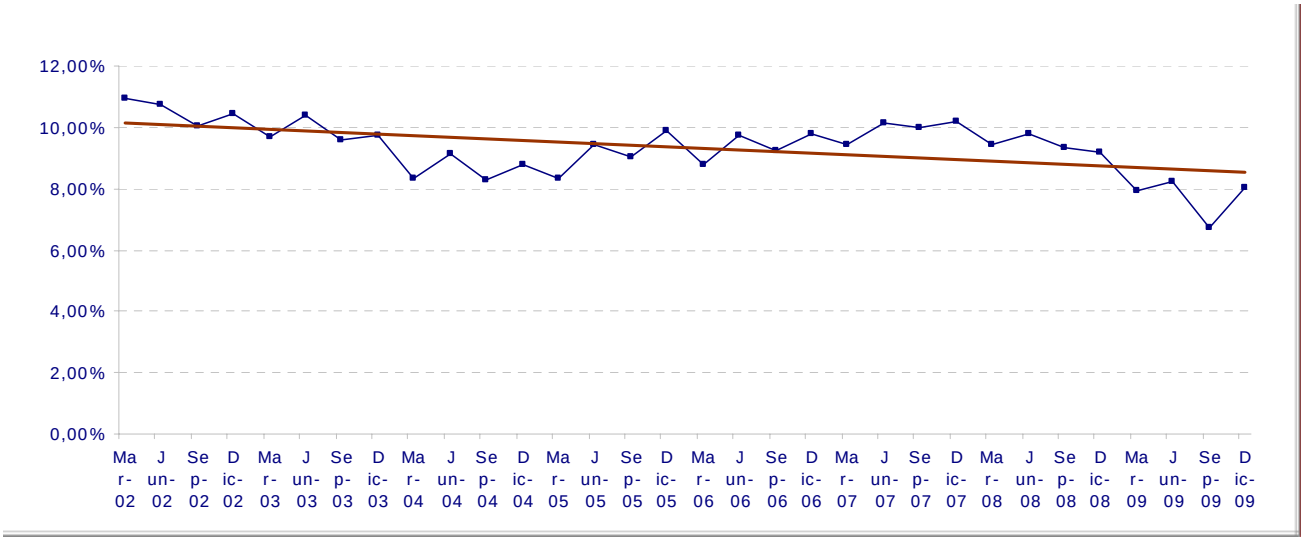
Como se mencionó anteriormente, a nivel agregado el EBITDA de las empresas analizadas ha crecido a lo largo de los últimos siete años. Sin embargo, este mayor EBITDA no necesariamente ha reflejado mayores niveles de rentabilidad y/o eficiencia. Medido en relación con el ingreso, se aprecia una caída de este indicador en términos relativos entre el 2002 y 2009, variando desde niveles cercanos al 10% hasta niveles de 8% (sólo en términos de tendencia). Los siguientes tres gráficos ilustran lo descrito, permitiendo observar, además, la tendencia del margen EBITDA.



EBITDA sobre Ingresos Promedio



EBITDA / Ingresos



Evolución de los activos[2] y utilidades

Para los siguientm(ie)Tj9 0 0C82.62 Tm(t)Tj9 0e9 0 0 9 65.0482r82.62 Tm(n)84 Tj3174 708.77997 dl5 Tma62I72l1

Sociedad emisora	Año de colocación	Inscripción número	Serie	Fecha de emisión nominal	Moneda	Monto nominal colocado	Tasa interés promedio colocaciones	Plazo vencimiento (años)	Clasificación de riesgo
Farmacias Ahumada S.A.	2.002	309	A-1	37.544	UF	1.500.000	0	7	A-
Farmacias Ahumada S.A.	2.002	309	A-2	37.544	UF	500.000	0	7	A-
Farmacias Ahumada S.A.	2.004	390/1E	D	38.227	U.F	800.000	0	21	A-
Farmacias Ahumada S.A.	2.004	391/1E	C	38.227	U.F	1.400.000	0	10	A-
Farmacias Ahumada S.A.	2.008	531/1E	E	39.583	U.F.	1.800.000	0	8	A-
Farmacias Ahumada S.A.	2.008	532/1E	F	39.583	U.F.	2.200.000	0	21	A-

Sociedad emisora	Año de colocación	Inscripción número	Serie	Fecha de emisión nominal	Moneda	Monto nominal colocado	Tasa interés promedio colocaciones	Plazo vencimiento (años)	Clasificación de riesgo
Empresas La Polar S.A.	2.007	512/1E	A	39.365	U.F	2.000.000	0	5	A
Empresas La Polar S.A.	2.007	512/1E	B	39.365	U.F	5.000.000	0	10	A

"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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".