

Contactos

Francisco Guzmán
Director de Deuda Corporativa
E-mail: francisco.guzman@hrratings.com

Paulina Revilla
Analista
E-mail: paulina.revilla@hrratings.com

Felix Boni
Director de Análisis
E-mail: felix.boni@hrratings.com

Calificaciones

El Programa
Perspectiva

HR+1
Estable

La calificación que determina HR Ratings de México S.A. de C.V., para el Programa y las emisiones bajo el amparo del mismo de HR+1 se define en los siguientes términos: El nivel HR1 significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece alta capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene el más bajo riesgo crediticio. Dentro de esta categoría, a los instrumentos con relativa superioridad en las características crediticias se les asignará la calificación HR+1.

HR Ratings de México, S.A. de C.V., asignó la calificación de HR+1 al programa y a las emisiones bajo el amparo del mismo de certificados bursátiles de corto plazo (CEBURS) de Sears Operadora México, S.A. de C.V. (Sears y/o la Empresa y/o la Emisora) sin garantía específica, por un monto acumulado de hasta \$2,500 millones de pesos (m) con un plazo de dos años (El Programa). La calificación otorgada no constituye una recomendación de inversión y puede estar sujeta a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las Metodologías de HR Ratings de México, S.A. de C.V., en términos del artículo 7, fracción III, de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores.

La calificación se basa principalmente en nuestras proyecciones de flujo de efectivo de la Empresa sobre el cual se estima la capacidad de pago de esta, bajo un escenario base y uno de estrés (periodo de proyección: 2011-2013). Asimismo, se consideraron factores cualitativos. Dentro de los elementos que destacan se encuentran:

- La Emisora cuenta con una adecuada capacidad de pago, aún bajo un escenario de estrés, donde percibimos una disminución importante en la deuda neta al final del periodo en ambos escenarios.
- Se consideró que la Empresa puede utilizar como variable de ajuste para el servicio de la deuda, los flujos que se proyectaron para el pago de dividendos que superan los \$372m en promedio para el periodo del 2011 al 2013 en el escenario base y alcanzan los \$279m en el escenario de estrés.
- Se aprecia una evolución estable en el consumo en México.
- La Emisora es una empresa de reciente creación originada por la escisión de Sears Roebuck de México, y actualmente cuenta con toda la operación comercial de dicha empresa, sin considerar los activos inmobiliarios.
- Se considera la relación institucional y corporativa entre Sears y las empresas de Grupo Carso y Grupo Financiero Inbursa que es un elemento positivo que fue considerado dentro de nuestro análisis.
- El destino de los fondos es para el financiamiento de capital de trabajo o en su caso, para usos corporativos generales.

Algunos supuestos importantes en la elaboración de los escenarios son:

- Nuestro escenario base mantiene la tendencia de la evolución comercial observada en Sears Roebuck de México y se basa en estados financieros proforma al cierre de 2010 y cifras reportadas a marzo 2011. En nuestro escenario base esperamos un incremento de 10.9% en los ingresos y de 4.6% en el escenario de estrés, en promedio anual para el periodo de proyección.
- El crecimiento en ventas, se sustenta por un aumento en el piso de ventas, así como un moderado incremento en el consumo e inflación. En el escenario base esperamos un incremento promedio anual en el piso de ventas del 5.6% mientras que en el escenario de estrés esperamos 4.4%.
- En las proyecciones de la deuda apreciamos que evoluciona favorablemente. Para el escenario base esperamos que la deuda neta baje a \$372m en 2013 y en el escenario de estrés proyectamos que baje a \$968m.
- Si bien el saldo de la deuda neta es más elevado en el escenario de estrés, es necesario tomar en cuenta los recursos invertidos en CAPEX y capital de trabajo durante el periodo proyectado. En el escenario de estrés se proyectan inversiones en promedio anual por \$1,328m por ambos conceptos y en el escenario base por \$1,613m.
- Consideramos que la Empresa tiene una capacidad importante para dar servicio a su deuda. En el escenario base se considera una cobertura que va de 2.5x en 2011 a 4.4x en 2013 y en el de estrés, de 1.6x a 2.1x en el 2013.

Las emisiones de CEBURS al amparo de este Programa podrán contar con un plazo mínimo de un día y de hasta 365 días.

Perfil de Sears Operadora México

Descripción de la Empresa

Sears Operadora México S.A. de C.V. (Sears y/o la Empresa) es una sociedad anónima de capital variable creada el 31 de diciembre de 2010, como resultado de la escisión de Sears Roebuck de México, S.A. de C.V. Esta escisión forma parte del entorno corporativo de la reorganización de Grupo Carso, S.A.B. de C.V. (Carso), que autorizó la separación de algunos de sus activos inmobiliarios, para incluirlos en una nueva sociedad con dichos inmuebles y cuyas acciones cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Los activos inmobiliarios escindidos son aquéllos que pueden, vía su reconversión, generar valores adicionales a los que hoy tienen, tales como los destinados a hotelería, educación superior, salud, terminal multimodal y otras de tipo comercial, de servicios, de vivienda e industriales. Por tal motivo, la nueva sociedad creada, Sears Operadora México, cuenta con las mismas características, operaciones y activos que Sears Roebuck de México, salvo por sus activos inmobiliarios y por ende, los ingresos que provenían de estos.

Sears fue fundada en 1945 y con más de 60 años de experiencia, es una de las cadenas de tiendas departamentales más grandes de México. Cuenta con una gran distribución geográfica, con presencia en el Distrito Federal y 27 estados de la República Mexicana.

Sears se fundó en 1945 como una subsidiaria de Sears Roebuck y abrió su primera tienda departamental en México en el año de 1947, bajo el nombre comercial de Sears.

En los años que siguieron, Sears abrió tiendas a todo lo largo del país y, para mediados de los años cincuenta, la marca Sears ya gozaba de un amplio reconocimiento.

Tras un período de expansión limitada durante los años setentas, Sears siguió una estrategia de crecimiento y reubicación a finales de la década de los ochenta y principios de los años noventa, con lo cual creció de 31 tiendas al cierre de 1988 a tener 44 tiendas a finales de 1995.

Como parte de sus esfuerzos de reestructuración, en 1996 y 1997 Sears cerró algunas tiendas cuyos niveles de desempeño eran bajos.

En los últimos dos años, Sears ha incrementado su participación en el mercado mediante la apertura de nuevas tiendas en distintas ciudades de la República Mexicana, de las cuales, podemos mencionar Mérida, Mexicali, La Paz, San Luis, Chihuahua, Ensenada y Cancún.

En la actualidad, Sears opera 74 tiendas bajo la marca Sears, dos boutiques Pier 1, una boutique de perfumería y una boutique Jeanious (marca propia) dedicada a vender ropa para jóvenes, abierta en diciembre 2010.

Diversificación de la Empresa

Sears representa una parte muy importante de las ventas consolidadas de Grupo Sanborns.

La Empresa opera tiendas departamentales de formato tradicional y ofrece una diversidad de productos en líneas de moda de marca propia y marcas reconocidas, tales como ropa y zapatos para dama, caballero, joven y niño, así como joyería, perfumería y accesorios. También contempla productos de Muebles y Hogar como línea blanca, muebles, decoración, computación, juegos electrónicos, televisión y video, sonido, telefonía, fotografía, artículos deportivos, ferretería y jardinería. Además, cuenta con centros automotrices donde vende llantas, accesorios y brinda servicio de mantenimiento preventivo.

Aunque la estrategia de mercado de Sears se coordina a nivel central, el surtido de mercancía de cada tienda se determina con base en diversos factores como el tamaño de la tienda y las consideraciones sobre el mercado local o regional.

Los servicios y productos que ofrece Sears son al público en general, sin enfocarse a un nicho en particular. Además, ofrece uno de los programas de crédito al consumidor más completo del país, y también ofrece servicios básicos de reparación de automóviles y contratos de servicio para los aparatos electrodomésticos que comercializa.

Las operaciones de venta al menudeo de la Empresa son de carácter estacional, debido al incremento en el nivel de gasto del consumidor en época navideña y fechas de compras de regalos importantes, por lo que los meses donde registra mayor venta son mayo, junio, noviembre y diciembre. El resto de los meses mantienen un promedio similar.

Sears celebró un contrato de licencia de uso de marcas con Sears Roebuck, conforme al cual Sears obtuvo, entre otros derechos:

1. Una licencia exclusiva para utilizar la marca "Sears" en la operación de tiendas de venta al menudeo en México;
2. Una licencia no exclusiva para utilizar ciertas marcas, nombres comerciales, lemas y otros derechos propiedad de Sears Roebuck and Company en la comercialización y venta de ciertos productos de esta última.

El contrato de uso de marcas es a largo plazo y prevé el pago del 1% sobre los ingresos por venta de mercancía, a través del cual se le permite la utilización del nombre "Sears" tanto en su razón social como en sus tiendas.

Además de los productos de marca, Sears ha celebrado contratos de licencia exclusiva con Sears Roebuck, para vender productos de línea de

artículos para el hogar con las marcas Kenmore y Craftsman y ropa para caballero marca Bruno Magnani, entre otras.

Por otro lado, Sears está desarrollando su propia línea de ropa para dama, caballero y niños, artículos para baño, entre otros productos.

Sears considera que, en términos generales, la mercancía de marca propia le ofrece al cliente una mayor calidad a precios más bajos y tiene márgenes de utilidad superiores a la mercancía de marcas reconocidas. Además, su programa de marcas propias le proporciona un signo distintivo de sus competidores.

Sears tiene una licencia exclusiva para comercializar la marca Pier 1 que vence en enero de 2019. Tal licencia ofrece a sus clientes una combinación de accesorios y artículos para el hogar que la distinguen de sus competidores. Actualmente, Sears vende mercancía de "Pier 1" en 35 de sus tiendas y en dos boutiques exclusivas.

Sears también cuenta con una licencia exclusiva para vender ropa casual bajo la marca Carlo Corinto en México.

Sears concede espacio dentro de sus tiendas a terceros, para servicios tales como reparación de relojes, ópticas, aparatos auditivos y agencias de viajes, lo que otorga mayor diversidad en cuestión de servicio a clientes.

Distribución Geográfica

Hoy en día, Sears opera 74 tiendas departamentales, dos boutiques Pier 1, una boutique Jeanious y una boutique de perfumería en 27 estados del país, incluyendo 18 tiendas en el Distrito Federal.

En términos de piso de venta, las tiendas de Sears, incluyendo las cuatro boutiques, cuentan con una capacidad de 559,247m².

En el 2009 se incorporaron a la Empresa 12 tiendas departamentales Dorian's (también dedicadas principalmente al comercio al menudeo, donde destacan la ropa y los cosméticos) mediante una operación que consistió en la compra del inventario así como en la operación de las tiendas a partir de la fecha en que se incorporó. Es decir, la operación no incluyó la adquisición de las cuentas por cobrar históricas ni los terrenos donde se ubican las tiendas. Sin embargo, en los últimos dos años, las tiendas Dorian's fueron reconvertidas a tiendas Sears y a la boutique de perfumería a la vez que cuatro de ellas fueron cerradas. Actualmente la Empresa no cuenta con la operación del formato Dorian's.

Existen poco más de 50 tiendas y cuatro boutiques ubicadas en centros comerciales de alto tráfico, en tanto que el resto, ocupan inmuebles

aislados que generalmente se ubican en las zonas comerciales o en el centro de las ciudades.

En la siguiente tabla se detalla el número de tiendas y metros cuadrados por región de las tiendas operadas por Sears.

Número de Tiendas por Región a lo largo de la República Mexicana								
	Ciudad de México	Zona Centro	Zona Norte	Zona Noroeste	Zona Oriente	Zona Occidente	Zona Sur	Zona Sureste
		I	II	III	IV	V	VI	VII
Número de Tiendas	18	9	14	12	10	7	2	6
Área de Ventas (m2)	161,526	65,396	100,164	77,434	48,114	57,191	4,627	44,796
Número de Tiendas Totales	18	9	14	12	10	7	2	6
Área total de Ventas (m2)	161,526	65,396	100,164	77,434	48,114	57,191	4,627	44,796

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa a marzo 2011

I Incluye las ciudades de Celaya, Cuernavaca, Irapuato, León, Toluca, Morelia, Pachuca y Querétaro.

II Incluye las ciudades de Aguascalientes, Chihuahua, Cd. Juárez, Durango, Gómez Palacio, Monterrey, San Luis Posoti, Tampico y Torreoón

III Incluye las ciudades de Hermosillo, San Luis Río Colorado, La Paz, Ensenada, Mexicali y Tijuana.

IV Incluye las ciudades de Córdoba, Minatitlán, Oaxaca, Puebla, Veracruz, Xalapa y Coatzacoalcos.

V Incluye las ciudades de Colima, Culiacán, Guadalajara y Tepic.

VI Incluye la ciudad de Acapulco

VII Incluye las ciudades de Cancún, Mérida y Tuxtla Gutiérrez.

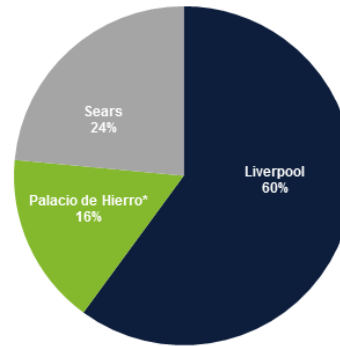
Participación de Mercado

El sector de ventas al menudeo en México es altamente competitivo por la diversidad tan grande que posee, y el número y tipo de competidores depende de la ubicación en la que se encuentre localizada la tienda.

Sears compite con otras cadenas de tiendas departamentales similares, dentro de las que se encuentran El Puerto de Liverpool, S.A. de C.V. (Liverpool y Fábricas de Francia) y Palacio de Hierro, S.A. de C.V. Sin embargo, al tratarse de la comercialización de diversos productos, compiten con tiendas independientes, ya sean mayoristas o minoritas.

La participación de mercado del 2010 se puede apreciar en la siguiente gráfica con los principales competidores de tiendas departamentales:

Participación de mercado en términos de Ventas Totales a diciembre 2010

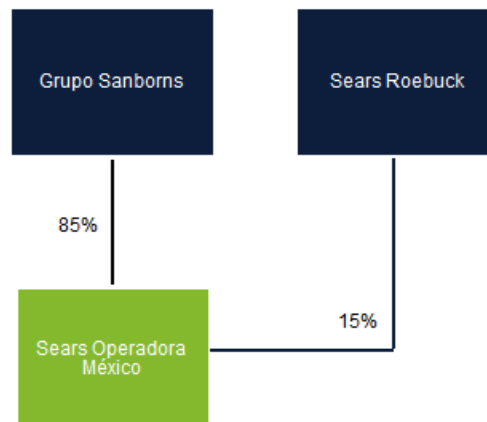


Fuente: HR Ratings de México con información de las empresas
 Información para todas las empresas excluye ventas por concepto de negocio inmobiliario
 *Información del Palacio de Hierro anualizada con cifras a septiembre 2010

Estructura Corporativa

Sears fue adquirida por Grupo Sanborns en abril de 1997, una de las principales subsidiarias de Grupo Carso.

Grupo Carso, a través de su subsidiaria Grupo Sanborns, adquirió el 60% del capital de Sears en abril de 1997. En agosto del mismo año, por medio de una oferta pública, compró adicionalmente acciones por el 24.94% del capital de Sears, con lo que su participación ascendió a 84.94%. Sears Roebuck conserva una participación del 15% en dicha Empresa. La estructura corporativa de Sears no cambió como resultado de la escisión de Sears Roebuck de México.



Fuente: HR Ratings de México con información de la Empresa

Competencia dentro de la Industria

El sector de venta al menudeo se encuentra muy fragmentado y los consumidores disponen de diversos tipos de formatos, como tiendas independientes, cadenas de tiendas, boutiques, tiendas departamentales y tiendas de fábrica. Difícilmente se puede arraigar la lealtad del consumidor y son diversos incentivos los que pueden originar mayores ventas, tales como crédito entre otros servicios.

En México, Sears confronta a grandes competidores de los que destacamos la competencia directa por bienes y servicios de cadenas como Liverpool, Palacio de Hierro, así como Hermanos Vázquez y Fábricas de Francia, aunque estos últimos representan un menor grado de competencia dado que están dirigidas a mercados diferentes.

Asimismo, en ciertos bienes como la comercialización de aparatos electrónicos, enseres domésticos y muebles, se encuentran como competidores Almacenes Coppel y Grupo Elektra. Sin embargo, también están orientados a diferentes segmentos de la población.

Consideramos como competidores nacionales en electrónica y electrodomésticos a clubs de precio y a cadenas como Grupo Chedraui, Organización Soriana y Wal-Mart de México. Como competidores regionales consideramos a Viana, Mundihogar.

Análisis de Riesgos Cualitativos

Riesgos de la Industria

Como primer punto, podemos decir que el negocio de Sears es altamente competitivo en todas las categorías de sus productos y servicios debido a su gran variedad, además de que se presentan en diversos sub segmentos.

Los ingresos de la Empresa dependen en gran medida de mantener altos niveles de venta por tienda, así como de mantener un nivel eficiente en la adquisición y distribución de los productos y de tener un estricto control de costos en la operación de las tiendas.

El comercio en general depende en gran medida de los ciclos de la economía mexicana, la cual comienza a mostrar signos de recuperación después de la recesión sufrida en 2008 y 2009.

Las fluctuaciones en el tipo de cambio del peso frente al dólar podrían dar como resultado un aumento en el costo de financiamiento y afectar las condiciones financieras y los resultados de operación. Asimismo, la Empresa depende en gran medida de la capacidad de adquirir mercancía de calidad a precios atractivos y de distribuir los productos que vende a las tiendas de manera puntual y con atención a los costos. La presión en

los precios que ejercen los competidores se incrementa conforme se consolida el sector y más competidores pueden beneficiarse de economías a escala y ofrecer productos a precios más bajos.

Consideramos que existe un bajo riesgo de refinanciamiento en el cual se considera la calidad crediticia de la Empresa, así como la relación que tiene Sears con Banco Inbursa y Grupo Carso.

No se puede descartar un entorno económico más negativo, prolongado o profundo, lo que puede implicar que nuestras proyecciones no sean alcanzadas.

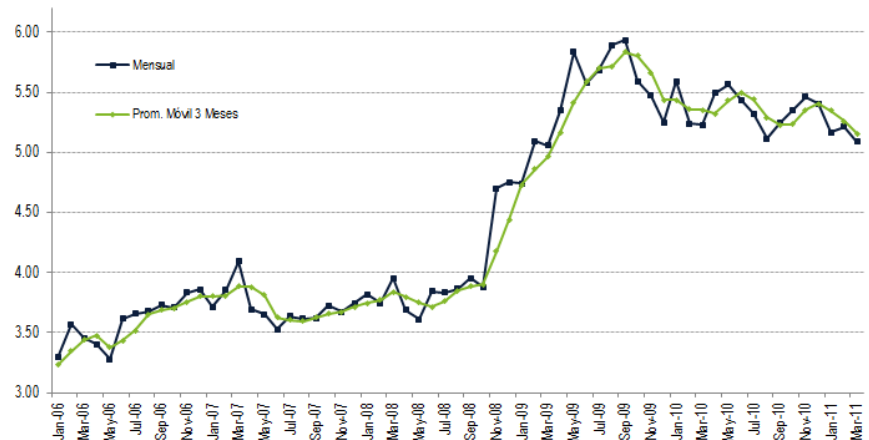
Entorno de la Industria

Se pueden utilizar indicadores de la economía para tratar de determinar las expectativas para el sector comercial y financiero. De manera general se pueden consultar las estadísticas del empleo, la confianza del consumidor y adicionalmente se pueden utilizar las estadísticas del crédito al consumo de la CNBV, así como estadísticas de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD).

Empleo

La Tasa de Desocupación Nacional de la población económicamente activa, en términos desestacionalizados, se situó en 5.09% a Marzo 2011, mostrándose ligeramente por debajo del nivel a Marzo 2010 de 5.23%. A modo general, si se comparan estos niveles con los reportados antes de Octubre 2008, se puede apreciar que los niveles actuales de desempleo continúan siendo significativos. No obstante, a partir de Septiembre 2009 (momento en el que se reportó una tasa de desempleo mensual de 5.93) puede apreciarse una cierta recuperación en este tema. A pesar de ello, la tasa continua en altos rangos, lo que significa que la situación de desempleo en México sigue siendo un tema de gran preocupación.

Tasa de Desempleo Nacional: Ajustada por la Estacionalidad



Fuente: HR Ratings de México con información de INEGI

Confianza del Consumidor

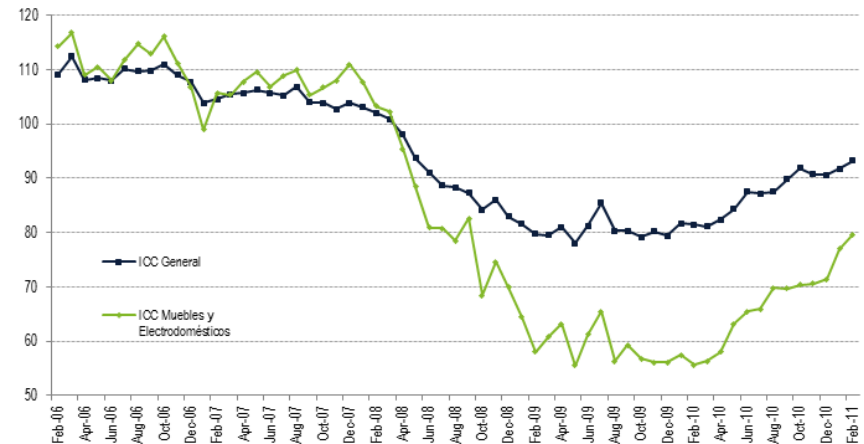
Un elemento que consideramos importante para el sector es el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) General, que de alguna manera refleja la percepción de la gente sobre la economía en general y sobre su situación personal o familiar respecto a la adquisición de bienes durables.

Si observamos la serie ajustada por estacionalidad, al mes de febrero 2011, este indicador se encuentra en 93.17 puntos, nivel superior al reportado en febrero 2010 de 81.47. A partir del punto más bajo en la serie en Mayo 2009, puede apreciarse una ligera tendencia a la alza, tanto en el ICC General como en el ICC de Muebles y Electrodomésticos (uno de los cinco componentes del ICC General). Específicamente sobre el indicador del ICC de bienes durables (Muebles y Electrodomésticos), los encuestadores consultan:

“Comparando la situación económica actual con la de hace un año ¿Cómo considera en el momento actual las posibilidades de que usted o alguno de los integrantes de este hogar realice compras tales como muebles, televisor, lavadora, otros aparatos electrodomésticos, etcétera?”

A continuación se presenta la evolución de ambos indicadores, donde se puede observar una posible estabilidad en la evolución de la confianza general al moverse lateralmente dentro de un rango que se ubica entre los 81 y 93 puntos de febrero 2010 a febrero 2011. La confianza de bienes durables (muebles y electrodomésticos) oscila entre un mayor rango, de 55 a 79 puntos, indicando una mayor confianza en la percepción de la economía en general.

Evolución del Índice de Confianza del Consumidor (serie ajustada por estacionalidad)



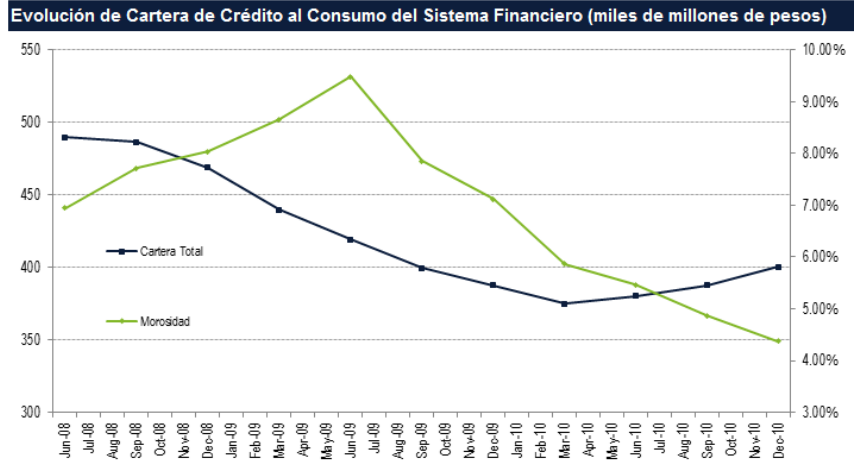
Fuente: HR Ratings de México con información de INEGI

Crédito al Consumo

La Empresa efectúa aproximadamente el 50% de sus ventas mediante tarjetas de crédito emitidas por Sears, cerca de un 30% se realiza por medio de tarjetas bancarias y el resto son otros medios de pago. Por este motivo es importante observar la evolución del crédito al consumo en el sistema financiero mexicano el cual ha mostrado una mejoría en cuanto al nivel de morosidad que llegó a alcanzar niveles de casi el 10% en junio del 2009. Tanto la morosidad como la cartera total han mostrado una recuperación, esta última volviendo a manifestar una tendencia a la alza a partir del 2010.

Si bien la evolución del crédito al consumo no es directamente comparable a Sears, sí es un parámetro que puede ser utilizado como referencia para observar el comportamiento del crédito al consumo tanto por conceptos de tarjeta de crédito como de bienes de consumo duradero.

A continuación se muestra una gráfica referente a la cartera de crédito. Esta presenta la evolución del sistema financiero, tanto de créditos al consumo (tarjetas de crédito, créditos personales y para Adquisición de Bienes de Consumo Duradero "ABCD") como la morosidad de estos.



Fuente: HR Ratings de México con información de la CNBV

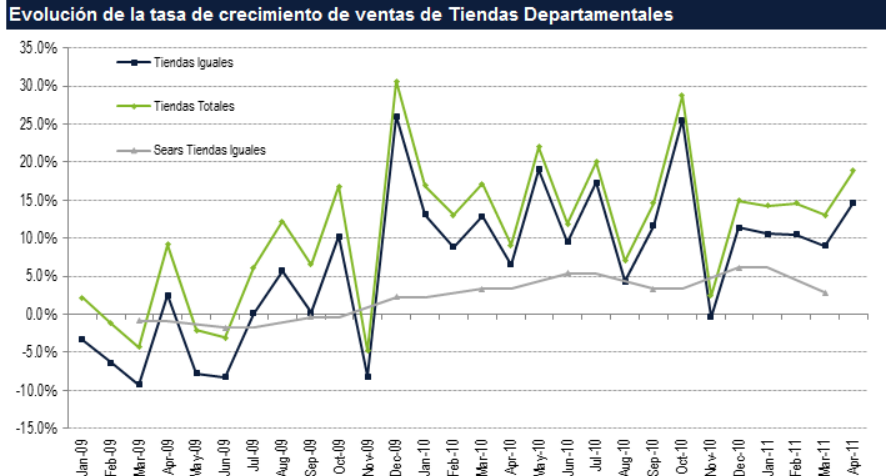
Evolución del Comercio

De acuerdo con las estadísticas de la ANTAD, el sector de tiendas departamentales ha mostrado una evolución volátil en los últimos dos años. Sin embargo, en la gráfica que se muestra a continuación se puede apreciar una ligera tendencia a la alza desde su punto mínimo en noviembre de 2009.

Se entiende por ventas a tiendas iguales aquellas que tienen más de un año de operación, excluyendo las ventas de las nuevas tiendas (menores a un año de operación) y que son comparables con periodos anteriores. Las ventas a tiendas totales se refieren a todas las tiendas, es decir, ya incorporan las aperturas de tiendas cuya operación es menor a un año.

Por lo que se refiere a la evolución de las ventas totales de mercadería de Sears durante el primer semestre de 2010, éstas crecieron 12% con respecto al mismo periodo del año anterior y 10%, de diciembre 2009 a diciembre 2010. Este incremento en ventas se debe a un mayor número de ventas por metro cuadrado durante el 2010, lo cual está relacionado con una mejor situación económica durante ese año comparado con el 2009.

En la siguiente gráfica, se muestra la evolución de la tasa de crecimiento anual de tiendas departamentales tanto en las ventas en tiendas iguales así como en tiendas totales.



Fuente: HR Ratings de México con información de ANTAD y la Empresa

Análisis de Riesgos Cuantitativos

Estructura de la Deuda

A marzo 2011 los pasivos con costo de Sears se componen por \$800 millones de pesos (m) de créditos bancarios a corto plazo. En nuestras proyecciones de ambos escenarios, se considera una emisión inicial al amparo del Programa de \$1,100m para el financiamiento de capital de trabajo. Posteriormente, se considera una disminución en el monto promedio de las emisiones hacia el primer trimestre de 2012 de \$800m.

Proyecciones financieras

Escenario Base

Nuestro análisis considera la proyección de la Empresa bajo dos escenarios, uno base y uno de estrés. En este caso se proyecta la evolución de la Empresa bajo condiciones que excluyen factores adversos sin que sean necesariamente condiciones optimistas.

Estimamos que la Empresa mantenga para 2011 niveles de ingresos en cuanto a venta de mercadería similares a los estimados previamente y alcance \$20,061m, lo que representa un incremento de 8.3% respecto a 2010. Posteriormente, para el período de 2012 a 2013, tomando en cuenta un incremento en el número de unidades de 5 a 7 tiendas por año, así como un incremento en el consumo en el 2012 debido a que es un año electoral e históricamente se aprecia mayor consumo en dichos años, esperamos un crecimiento promedio anual del 12.2%.

Por lo que se refiere a la proyección de los márgenes EBITDA, consideramos niveles de 10.95% a 11.67%, durante el período de 2011 a 2013.

En cuanto nuestra proyección de la tasa de impuestos, se consideró una tasa del 30% para el 2011 y 2012 y una del 29% para el 2013, que representan los niveles de impuestos aplicables a personas morales actualmente conocidos.

Por lo que se refiere al flujo libre de efectivo (FLE) después de actividades de inversión, para el periodo 2011 – 2013, este equivale a \$1,972m para los tres próximos años, lo que hace suponer un FLE promedio anual de \$657m, que si se compara con el monto de la emisión estimada de \$1,100m, indica que la Empresa podría cubrir el monto total de su deuda neta en aproximadamente 1.7 años.

Es importante señalar que si bien la Empresa no cuenta con una política establecida para el pago de dividendos, en nuestra proyección se considera el decreto de dividendos para el periodo proyectado de 2011 al 2013. Asimismo se puede apreciar que históricamente Sears Roebuck llegó a pagar una elevada porción de dividendos, a veces equivalentes a más del 50% de la utilidad de los ejercicios inmediatos anteriores. Por esta razón, en nuestras proyecciones de Sears Operadora consideramos un monto promedio de \$372m de dividendos por año para los años 2011 a 2013.

Por otro lado, bajo este escenario, se consideran inversiones en CAPEX durante el 2011 de \$1,060m para la remodelación de 3 tiendas y la apertura de 6 nuevas unidades. Posteriormente para los siguientes años, la Empresa presupuesta \$500m.

Estos últimos elementos (dividendos y CAPEX) pueden servir como una variable de ajuste ante un escenario de mayor estrés, en donde los recursos por ambos conceptos pueden ser utilizados para la amortización de pasivos.

En nuestras proyecciones, se consideró que la Empresa emitirá deuda nueva por el equivalente a \$1,100m para el financiamiento de capital de trabajo para la expansión de sus operaciones que se origina por el aumento en el número de unidades.

Tomando en cuenta todo lo anterior, observamos que la Empresa incrementará su deuda neta en 2011 al pasar de \$161m en 2010 a \$355m y posteriormente alcance \$536m y \$372m, para 2012 y 2013, respectivamente. Consideramos que estos niveles de deuda neta son conservadores para la capacidad de generación de efectivo de la Empresa.

En cuanto a la cobertura del servicio de deuda, se puede apreciar en la siguiente tabla una adecuada relación que va de 2.5x en 2011 a 4.4x en

2013. Estos niveles se consideran adecuados y son un elemento para justificar nuestra calificación.

Sears: Análisis de DSCR basado en Flujo Libre de Efectivo (Escenario Base)			
	2011	2012	2013
Req. de Capital de trabajo	(458.8)	(1,213.7)	(1,106.0)
FLE	883.5	354.6	734.1
Intereses cobrados	54.3	50.1	58.6
FLE ajustado por Capital de Trabajo	416.1	642.1	913.9
Amortizaciones Calendarizadas	(1,100.0)	(1,900.0)	(1,600.0)
Revolencia estimada	990.0	1,710.0	1,440.0
Pagos de Interes	(75.4)	(68.6)	(61.9)
Deuda Fin	1,399.9	1,100.1	1,100.1
Caja Inicial	1,045.0	564.5	728.5
Deuda Neta fin	355.0	535.5	371.7
Años de Pago de Deuda Neta	0.9	0.8	0.4
DSCR Annual sin caja	2.5	2.7	4.4
DSCR Anual con caja	8.2	4.9	7.7

Fuente: HR Ratings de México

Escenario de Estrés

Nuestro escenario de estrés contiene las mismas variables macroeconómicas que se encuentran en el escenario base. Sin embargo, efectuamos modificaciones al desempeño de la Empresa, con el propósito de determinar la capacidad de pago de esta, bajo condiciones más adversas. De este modo, el estrés aplicado a nuestras proyecciones es mayor al que se puede percibir en el escenario base.

Uno de los aspectos en el cual se consideró menor crecimiento fue en el nivel de ingresos durante el período proyectado de 2011 a 2013. Para las ventas se consideró un crecimiento de 4.6% en promedio anual para el periodo de referencia y se sustenta en un incremento en el piso de ventas del 4.4% (promedio anual).

Asimismo, otro elemento que se consideró como un efecto adverso es el margen de operación, el cual se reduce en aproximadamente 260 puntos base con respecto al escenario base para establecerse en un promedio anual de 7.2% comparado con 9.8% bajo el escenario base. Del mismo modo, el margen EBITDA se proyectó en menores niveles quedando en promedio en 8.8% comparado con 11.3% bajo el escenario base. Como punto referencia entre ambos escenarios, al final de nuestro periodo proyectado (en el año 2013), el EBITDA alcanza niveles de \$2,946m bajo el escenario base comparado con \$1,959m bajo el escenario de estrés.

Dentro de los elementos que se consideran como variables de ajuste en nuestras proyecciones, al considerar menores niveles de ingresos y menores márgenes de EBITDA, está la inversión proyectada en CAPEX para el año 2013. Esta se disminuyó en 27% de lo planeado por la

Empresa, para ubicarla en \$365m, nivel similar al monto de depreciación anual. Asimismo, se redujo el nivel de dividendos pagados para el 2011 al 2013 ubicándolos en \$279m, en promedio anual, contra \$372m estimados en promedio, bajo el escenario base.

La proyección de capital de trabajo considera el efecto combinado de menores ventas y por lo tanto, una menor utilización de capital de trabajo. Por otro lado, se considera que la Empresa, al realizar menores operaciones, mantiene proporcionalmente mayores niveles de inventarios. Asimismo, se considera que la Empresa recibirá un menor financiamiento de proveedores.

Bajo este escenario y considerando todo lo anterior, podemos apreciar que Sears incrementa su deuda neta de \$161m en diciembre 2010 a \$977m en diciembre 2011 y se mantiene en esos niveles durante el periodo proyectado. Sin embargo, consideramos que la Empresa cuenta con la capacidad para reducir su deuda neta, al modificar sus inversiones de expansión, así como el decreto de dividendos. Como referencia, las inversiones destinadas a CAPEX y capital de trabajo promedio en este escenario alcanzan \$1,328m.

Por lo que se refiere a la evolución de cobertura de servicio de deuda (DSCR), proyectamos que le Empresa cuenta con una adecuada relación durante todo el periodo proyectado, inclusive bajo un escenario de estrés.

Sears: Análisis de DSCR basado en Flujo Libre de Efectivo (Escenario Estrés)			
	2011	2012	2013
Req. de Capital de trabajo	(659.8)	(598.8)	(801.3)
FLE	262.2	415.1	319.1
Intereses cobrados	53.0	38.3	46.6
FLE ajustado por Capital de Trabajo	235.4	327.3	433.7
Amortizaciones Calendarizadas	(1,100.0)	(1,900.0)	(1,600.0)
Revolencia estimada	990.0	1,710.0	1,440.0
Pagos de Interes	(75.4)	(68.6)	(68.4)
Deuda Fin	1,399.9	1,100.1	1,100.1
Caja Inicial	422.3	110.6	131.9
Deuda Neta fin	977.6	989.5	968.2
Años de Pago de Deuda Neta	4.2	3.0	2.2
DSCR Annual sin caja	1.6	1.4	2.1
DSCR Anual con caja	3.8	1.8	2.7

Fuente: HR Ratings de México

Finalmente, a continuación, presentamos una gráfica que muestra la evolución de la deuda neta bajo el escenario base y el escenario de estrés.

Evolución de la Deuda Neta en miles de millones de pesos



Fuente: HR Ratings de México con base en información de la empresa

Anexos

Sears Operadora México (Base): Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)				
	2010	2011P	2012P	2013P
Ventas Netas	18,531	20,061	23,027	25,245
Costo de bienes vendidos (efectivo)	11,440	12,634	14,479	15,781
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	7,091	7,426	8,548	9,465
Gastos de Operación	4,810	5,229	5,974	6,518
UOPADA (EBITDA)	2,280	2,198	2,574	2,946
Depreciación y Amortización	275	304	359	374
Utilidad Operativa	2,005	1,894	2,215	2,572
Otros Ingresos y (gastos) netos	-24	4	4	4
Otros ingresos generales y (gastos) netos	0	4	4	5
PTU Causado	0	0	0	0
Utilidad de Operaciones Normales	1,982	1,898	2,219	2,576
Resultado Integral de Financiamiento	-148	-19	-14	0
Intereses Pagados	161	75	69	62
Ingresos por Intereses	10	54	50	59
Ingreso Financiero Neto	-151	-21	-19	-3
Resultado Cambiario	3	2	4	3
Resultado por posición monetaria	0	0	0	0
Utilidad después del RIF	1,834	1,879	2,204	2,576
Participacion en Subsid. no Consolidadas	0	0	0	0
Utilidad antes de Impuestos	2,150	1,879	2,204	2,576
Impuestos sobre la Utilidad	528	564	661	747
Impuestos Causados	708	558	655	740
Impuestos Diferidos	-180	6	7	7
Resultado antes de operaciones discontinuadas	1,305	1,316	1,543	1,829
Utilidad Neta Consolidada	1,621	1,316	1,543	1,829
Margen Bruto	38.26	37.02	37.12	37.49
Margen EBITDA	12.30	10.95	11.18	11.67
Margen de Operación	10.82	9.44	9.62	10.19
Tasa de Impuestos (%)	24.58	30.00	30.00	29.00
Cobertura de Intereses Netos	15.10	104.13	139.01	873.31

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Sears Operadora México (Base): Balance en Ps Nominales (m)				
	2010	2011P	2012P	2013P
ACTIVO TOTAL	13,177	15,197	16,326	17,904
Activo Circulante	10,610	11,875	12,857	14,306
Efectivo e Inversiones Temporales	139	1,045	565	728
Efectivo	42	313	169	219
Inversiones Temporales	97	731	395	510
Cuentas y Documentos por Cobrar	6,379	5,874	6,637	7,297
Otras Cuentas Y Docs. Por Cobrar (Neto)	224	250	300	350
Inventarios	3,848	4,671	5,318	5,890
Otros Activos Circulantes	21	35	38	41
Otras Inversiones	1	1	1	1
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,566	3,321	3,467	3,597
PASIVO TOTAL	6,450	7,456	7,412	7,598
Pasivo Circulante	5,821	6,819	6,765	6,941
Proveedores	2,315	2,245	2,523	2,730
Pasivo con Costo de C.P.	300	1,400	1,100	1,100
Otros Pas. Circ. sin costo	3,206	3,174	3,142	3,111
Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo	629	637	647	657
Impuestos Diferidos	504	509	516	523
Otros	126	128	131	134
CAPITAL CONTABLE	6,727	7,741	8,914	10,306
Minoritario	22	24	26	29
Mayoritario	6,705	7,717	8,888	10,277
Capital Social, Reservas, Otros	5,084	5,083	5,088	5,092
Utilidades Retenidas	0	1,321	2,259	3,359
Utilidad del Ejercicio	1,621	1,314	1,541	1,827
Deuda Total	300	1,400	1,100	1,100
Deuda Neta	161	355	536	372
Deuda Neta / EBITDA	0.07	0.16	0.21	0.13

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Sears Operadora México (Base): Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)			
	2011P	2012P	2013P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN			
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	1,879	2,204	2,576
+Provisión del Ejercicio	0	0	0
Depreciación y Amortización	304	359	374
Partic. Subsidiarias no Consolid. y Deterioro en Activos	0	0	0
Intereses a Favor	-54	-50	-59
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	249	309	316
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	75	69	62
Flujo Derivado a Resul. antes de Imp. a la Util.	2,204	2,582	2,954
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	504	-763	-660
Decremento (Incremento) en Inventarios	-824	-647	-572
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-40	-53	-53
Incremento (Decremento) en Proveedores	-70	278	207
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-29	-29	-29
Movimientos en Capital de Trabajo	-459	-1,214	-1,106
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-558	-655	-740
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-1,017	-1,868	-1,846
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Oper.	1,187	714	1,108
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	-1,060	-500	-500
Intereses Cobrados	54	50	59
Dividendos Cobrados	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-1,006	-450	-441
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	181	264	667
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO			
Financiamientos Bancarios, Burst. y Otros	2,200	1,600	1,600
Amortizaciones Bancarios, Burst. Y Otros	-1,100	-1,900	-1,600
Intereses Pagados	-75	-69	-62
Financiamiento "Ajeno"	1,025	-369	-62
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	0
Dividendos Pagados	-300	-376	-441
Financiamiento "Propio"	-300	-376	-441
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	725	-744	-503
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	906	-481	164
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	139	1,045	565
Efectivo y equiv. al final del Periodo	1,045	565	728
Gasto de Inversión por Mantenimiento	304	359	374
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	883	355	734

HR Ratings de México, Pronósticos basados en los reportes de la compañía

Sears Operadora México (Estrés): Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)

	2010	2011P	2012P	2013P
Ventas Netas	18,531	18,857	20,724	21,206
Costo de bienes vendidos (efectivo)	11,440	12,016	13,185	13,415
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	7,091	6,841	7,540	7,791
Gastos de Operación	4,810	5,185	5,673	5,777
UOPADA (EBITDA)	2,280	1,656	1,867	2,015
Depreciación y Amortización	275	304	359	369
Utilidad Operativa	2,005	1,352	1,508	1,646
Otros Ingresos y (gastos) netos	-24	-26	-28	-30
Utilidad de Operaciones Normales	1,982	1,327	1,480	1,615
Resultado Integral de Financiamiento	-148	-20	-25	-19
Intereses Pagados	161	75	69	68
Ingresos por Intereses	10	53	40	47
Ingreso Financiero Neto	-151	-22	-29	-21
Resultado Cambiario	3	2	4	3
Resultado por posición monetaria	0	0	0	0
Utilidad después del RIF	1,834	1,307	1,455	1,597
Participación en Subsid. no Consolidadas	0	0	0	0
Utilidad antes de Impuestos	2,150	1,307	1,455	1,597
Impuestos sobre la Utilidad	528	392	436	463
Impuestos Causados	708	388	432	458
Impuestos Diferidos	-180	4	4	5
Resultado antes de operaciones discontinuadas	1,305	915	1,018	1,134
Utilidad Neta Consolidada	1,621	915	1,018	1,134
Margen Bruto	38.26	36.28	36.38	36.74
Margen EBITDA	12.30	8.78	9.01	9.50
Margen de Operación	10.82	7.17	7.27	7.76
Tasa de Impuestos (%)	24.58	30.00	30.00	29.00
Cobertura de Intereses Netos	15.10	74.17	65.28	94.12

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Sears Operadora México (Estrés): Balance en Ps Nominales (m)

	2010	2011P	2012P	2013P
ACTIVO TOTAL	13,177	14,593	15,130	15,746
Activo Circulante	10,610	11,271	11,662	12,278
Efectivo e Inversiones Temporales	139	593	189	203
Efectivo	119	178	57	61
Inversiones Temporales	139	415	132	142
Cuentas y Documentos por Cobrar	6,379	5,921	6,272	6,646
Otras Cuentas Y Docs. Por Cobrar (Neto)	224	233	269	305
Inventarios	3,848	4,501	4,906	5,095
Otros Activos Circulantes	21	23	26	29
Otras Inversiones	1	1	1	1
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	2,566	3,321	3,467	3,467
PASIVO TOTAL	6,450	7,253	7,027	6,796
Pasivo Circulante	5,821	6,618	6,385	6,148
Proveedores	2,315	2,092	2,159	2,016
Pasivo con Costo de C.P.	300	1,400	1,100	1,100
Impuestos por Pagar	0	0	0	0
Otros Pas. Circ. sin costo	3,206	3,126	3,126	3,032
Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo	629	635	642	649
Impuestos Diferidos	504	507	512	516
Otros	126	128	130	132
CAPITAL CONTABLE	6,727	7,340	8,103	8,949
Minoritario	22	22	22	22
Utilidades Retenidas y Otros	0	22	22	22
Utilidad Actual	22	0	0	0
Mayoritario	6,705	7,318	8,081	8,927
Capital Social, Reservas, Otros	5,084	5,083	5,088	5,092
Utilidades Retenidas	0	1,321	1,974	2,702
Utilidad del Ejercicio	1,621	915	1,018	1,134
Deuda Total	300	1,400	1,100	1,100
Deuda Neta	161	807	911	898
Deuda Neta / EBITDA	0.07	0.49	0.49	0.45

Fuente: HR Ratings de México proyecciones y de la empresa

Sears Operadora México (Estrés): Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)			
	2011P	2012P	2013P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN			
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	1,280	1,399	1,541
+Provisión del Ejercicio	0	0	0
Depreciación y Amortización	304	359	369
Partic. Subsidiarias no Consolid. y Deterioro en Activos	0	0	0
Intereses a Favor	-53	-38	-47
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión	251	321	322
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	75	69	68
Flujo Derivado a Resul. antes de Imp. a la Util.	1,606	1,789	1,932
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	458	-351	-374
Decremento (Incremento) en Inventarios	-721	-374	-153
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	-11	-39	-39
Incremento (Decremento) en Proveedores	-307	162	-144
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	-78	2	-92
Movimientos en Capital de Trabajo	-660	-599	-801
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-380	-416	-442
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-1,040	-1,014	-1,244
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Oper.	566	774	688
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN			
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	-1,060	-500	-365
Intereses Cobrados	53	38	47
Dividendos Cobrados	0	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-1,007	-462	-318
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	-441	313	369
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO			
Financiamientos Bancarios, Burst. y Otros	2,200	1,600	1,600
Amortizaciones Bancarios, Burst. Y Otros	-1,100	-1,900	-1,600
Intereses Pagados	-75	-69	-68
Financiamiento "Ajeno"	1,025	-369	-68
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	0
Dividendos Pagados	-300	-256	-280
Financiamiento "Propio"	-300	-256	-280
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	725	-625	-348
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	283	-312	21
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	-0	0	0
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	139	422	111
Efectivo y equiv. al final del Periodo	422	111	132
Gasto de Inversión por Mantenimiento	304	359	369
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	0	0	0
Flujo Libre de Efectivo	262	415	319

HR Ratings de México, Pronósticos basados en los reportes de la compañía



Sears Operadora México, S.A. de C.V.

Programa de Certificados Bursátiles de Corto Plazo

20 de Mayo de 2011

Calificación Corporativa

HR+1

La nueva alternativa en calificación de valores.

Las calificaciones de HR Ratings de México S.A. de C.V. son opiniones de calidad crediticia y no son recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento. La calificación otorgada no constituye una recomendación de inversión y puede estar sujeta a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las Metodologías de HR Ratings de México, S.A. de C.V., en términos del artículo 7, fracción III, de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores. HR Ratings de México basa sus calificaciones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables. HR Ratings de México, sin embargo, no garantiza, la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de los emisores de instrumentos de deuda calificados por HR Ratings de México han pagado una cuota de calificación crediticia basada en la cantidad y tipo emitida por cada instrumento. La bondad del valor o la solvencia del emisor podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso a la alza o a la baja, la calificación, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings de México. La calificación que otorga HR Ratings de México es de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y en cumplimiento de la normativa aplicable que se encuentran en la página de la calificadoradora www.hrratings.com, donde se puede consultar documentos como el código y políticas de conducta, normas para el uso de información confidencial, metodologías, criterios y calificaciones vigentes.

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.