



**UNIVERSIDAD DE CHILE**  
**FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS**  
**ESCUELA DE POSTGRADO**

**VALORACIÓN DE SMU S.A. AL 31 DE MARZO DE 2021**

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN FINANZAS**

DANIEL IGNACIO FUENTES ALVARADO

Profesor Guía: FRANCISCO ESTEBAN SÁNCHEZ MORALES

Santiago, Chile

2022

## Índice general

<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>3</b>
<b>1. METODOLOGÍA.....</b>	<b>5</b>
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA .....</b>	<b>8</b>
<b>3. ESTRUCTURA DE CAPITAL.....</b>	<b>23</b>
<b>4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA .....</b>	<b>30</b>
<b>5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO.....</b>	<b>36</b>
<b>6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....</b>	<b>49</b>
<b>7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE .....</b>	<b>60</b>
<b>8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO .....</b>	<b>65</b>
<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>72</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>74</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>79</b>

## RESUMEN EJECUTIVO

El presente informe tiene como principal objetivo la valorización económica de una de las empresas de supermercados más importantes en Chile, SMU S.A. Esta valorización se realiza en base a información pública hasta el día 31 de marzo del 2021, mediante flujos de caja descontados (FCD) en base a la proyección de Estados de Resultados desde el segundo trimestre de 2021 hasta el 2025 (período explícito). Posterior a esta fecha (desde 2026), se proyecta un valor terminal en base a una perpetuidad sin crecimiento tomando como base el último año del período explícito (2025)

SMU S.A. es una de las principales sociedades en la industria de supermercados minoristas y mayoristas en Chile y también cuenta con locales en Perú, todos los cuales son supermercados mayoristas. SMU, durante gran parte de su historia, se ha destacado por el crecimiento inorgánico, el cual comienza en 2007 mediante la compra de 41 locales con marca Unimarc. Al 31 de diciembre de 2020, esta organización posee una dotación de 28.336 personas (SMU, 2020a), cuenta con 473 supermercados en total, y durante el 2020 reportó ingresos por 79,7 millones de UF, con un margen EBITDA del 8,00% y un margen neto del 1,29% en dicho ejercicio (SMU, 2020a).

Para la estimación del crecimiento de los ingresos, se proyecta tanto el aumento de las ventas de los locales ya existentes, en base al promedio de la evolución real de las ventas de locales equivalentes en el segmento supermercados, como los ingresos que aportarán los nuevos locales que se incorporen, acorde al plan trienal 2020-2022, que considera la apertura de 50 locales para los años 2021-2023. Respecto a esto último, se considera el supuesto de que SMU también abrirá locales en los años 2024 y 2025, en la misma cantidad que en años anteriores. El crecimiento conjunto tanto de los locales existe como de los que se abrirán, tanto en Chile como en Perú, implican un crecimiento anual promedio del 2,97% de las ventas (medidas en UF).

Los flujos de caja son descontados a una tasa de costo de capital del 4,52%. Con esto, se calcula un precio de la acción de SMU de \$134,6 pesos chilenos, lo cual es un 14,08% más bajo que el precio de mercado de la acción al 31 de marzo de 2021 (\$118). Por lo anterior, se concluye que el precio de la acción a mercado está subvalorada.

Finalmente, se realiza un análisis de sensibilidad que permite concluir que el precio de la acción es altamente sensible a la variación del costo de capital, el segundo de mayor impacto es el premio por riesgo de mercado y el crecimiento de los ingresos es el parámetro de menos impacto de los tres analizados.

# 1. METODOLOGÍA

## 1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

### 1.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda

estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Palepu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al

calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Palepu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo).

Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

### 2.1. Descripción de la empresa

SMU S. A. es un holding creado en el año 2007 y que forma parte de la industrial del retail. El grupo fue creado por la familia Saieh, quienes actualmente poseen, mediante distintas sociedades, el 50,6% de la propiedad de SMU S. A. al 31 de diciembre del 2020 (SMU, 2020c).

El crecimiento de SMU desde su creación ha sido principalmente inorgánico<sup>1</sup>, siendo la primera adquisición la cadena de supermercados Unimarc en el año 2007, conformada por 41 locales. Posteriormente, y como se puede ver con mayor detalle en el punto 2.2.4, SMU siguió adquiriendo distintas cadenas de supermercados, además de otros formatos (en las cuales se destaca OK Market y Telemercados), además de fusionarse con otras sociedades controladoras de supermercados a lo largo de Chile y el Perú.

En base a esta fuerte estrategia de crecimiento inorgánico, SMU ha pasado de 62 en 2007 a 528 locales (de los cuales 24 están en Perú) al 31 de marzo de 2021 con una dotación total de 25.924 personas (SMU, 2021b)<sup>2</sup>.

SMU es una sociedad anónima abierta que se transa en la Bolsa de Comercio de Santiago desde el 24 de enero del 2017<sup>3</sup> y forma parte del IPSA desde el 2021, el cual es un índice de las 30 compañías transadas con la mayor capitalización de mercado<sup>4</sup>.

En la tabla 1 se adjunta información relevante de SMU.

---

<sup>1</sup> Crecimiento de las operaciones de una empresa debido a fusiones o adquisiciones. Las empresas que deciden expandirse inorgánicamente pueden tener acceso a nuevos mercados debido a estas fusiones o adquisiciones.

<sup>2</sup> En el punto 2.2.1 de este informe se dan más detalles de la historia de SMU.

<sup>3</sup> <https://www.latercera.com/noticia/smu-recaudo-cerca-us200-millones-apertura-bolsa/>

<sup>4</sup> [https://www.bolsadesantiago.com/detalle\\_indice/SP%20IPSA](https://www.bolsadesantiago.com/detalle_indice/SP%20IPSA)



**Tabla 1. Información descriptiva de SMU.**

Tipo de información	Descripción
Nemotécnico	SMU
Clase de acción	Única
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago (IPSA)
Países donde opera	Chile y Perú
Rubro	Retail, en específico, supermercados minoristas y mayoristas (en menor medida)

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 2 se presenta la distribución de los ingresos y del EBITDA de SMU por país y rubro al 31 de marzo del 2021.

**Tabla 2. Ingreso y EBITDA de SMU por país al 31 de marzo del 2021**

Países y rubros	Ingresos		EBITDA	
	miles de UF	% del total	miles de UF	% del total
Chile	19.361	98,07%	1.771	99,39%
Retail	19.361	98,07%	1.771	99,39%
Perú	381	1,93%	11	0,61%
Retail	381	1,93%	11	0,61%
<b>Total</b>	<b>19.742</b>	<b>100%</b>	<b>1.782</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU al 31 de marzo del 2021

Como se puede observar, la mayor parte de los ingresos y del EBITDA están en la participación de SMU en el mercado chileno. A nivel total, el ratio de EBITDA/Ingresos (margen EBITDA) es del 9,03%, mientras que por país es de 9,15% en Chile y del 2,88% en Perú.

En la tabla 3 se presenta la distribución de los ingresos de SMU por marca o categoría de retailer.

**Tabla 3<sup>5</sup>. Ingreso por marca o categoría de retailer dentro de SMU al 31/13/2021.**

	Ingresos (miles de UF)		
	1T21	1T20	Δ%
<b>Chile (Retail)</b>	19.361	20.666	-6,32%
Unimarc	13.436	14.512	-7,42%
Alvi y Mayorista 10	5.306	5.560	-4,56%
OK Market	503	455	10,74%
E-Commerce (*)	65	52	23,21%
Otros (**)	51	87	-41,64%
<b>Perú (Retail)</b>	381	493	-22,80%
Maxiahorro y Mayorsa	381	493	-22,80%
<b>Total</b>	19.742	21.159	-6,70%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU al 31 de marzo del 2021

Finalmente, en los Anexos 1 y 2 se presenta el gobierno corporativo y el directorio de SMU, respectivamente, al 31 de diciembre del 2020.

### **2.1.1. Antecedentes del negocio e historia**

El grupo SMU se forma por el interés de la familia Saieh en entrar al mercado del retail chileno, por lo cual deciden comprar la cadena de supermercados Unimarc en octubre del 2007, cadena hasta ese momento de propiedad de Francisco Javier Errázuriz y que contaba con 41 locales<sup>6</sup>.

Solo un mes después, SMU se fusiona con Rendic Hermanos S. A., sociedad controladora de 23 locales de marca “Deca” ubicadas en la región de Coquimbo (SMU, 2021b). Luego de esta fusión, y con el objetivo de crecer inorgánicamente sobre todo en regiones, el grupo adquiere los siguientes supermercados: El Pilar, Euromarket, Ribeiro, Puerto Cristo, Súper 10, Bryc, Abu Gosch, La Bandera Azul, Ofermax y Vegamercado, entre otras, y en el 2011 se fusiona con Supermercados del Sur S. A. (SMU, 2021b). Todas estas adquisiciones y fusiones quedarían con marca de supermercados Unimarc.

<sup>5</sup> \*A partir del tercer trimestre de 2020, e-Commerce incluye los ingresos de Telemercados y la tienda oscura en Los Dominicos

\*\*El ítem “Otros” considera todos los ingresos distintos a los generados por los formatos operacionales de la compañía

<sup>6</sup> <https://interferencia.cl/articulos/la-historia-de-saieh-el-banquero-irrumpe-en-el-negocio-de-los-supermercados>

Posteriormente, SMU se expande hacia otros submercados y países: en 2010 adquiere OK Market (tiendas de conveniencia) y Telemercados (ventas por internet); en 2011 adquiere la sociedad mayorista Alvi Supermercados Mayoristas, la cual operaba en Chile como Alvi y en Perú como Mayorsa (SMU, 2021b).

En la figura 1 se muestran las adquisiciones realizadas por SMU en sus primeros seis años de existencia, además del número de tiendas de cada año.

**Figura 1. Adquisiciones de SMU en sus primeros seis años y número de tiendas por año**



Fuente: Memoria Anual de SMU 2017

Sin embargo, todo este crecimiento inorgánico no redundó en el aumento esperado a través de sinergias efectivas (Bravo y Reyes, 2011), sino que disminuye el margen EBITDA el cual al año 2013 llega a ser negativo (-1%), mientras que en los tres ejercicios anteriores fue positivo, con un 4,5% en promedio, en base a datos de Sánchez *et al.* (2020).

Para mejorar las cifras y lograr las sinergias esperadas luego de las distintas fusiones y adquisiciones, la compañía desarrolla un plan estratégico trianual para el periodo 2014-2016, el cual se basaba en tres ejes: financiero, operacional y logístico (Sánchez *et al.*, 2020).

El plan de fortalecimiento financiero tenía como objetivo robustecer principalmente la estructura de deuda y capital de la compañía (SMU, 2013). Según el análisis razonado de diciembre 2013, el plan de fortalecimiento financiero consta de 4 puntos relevantes:

- I) Aumento de Capital: SMU logra recaudar USD 300 millones, monto clave para el pago de deuda y el financiamiento de inversiones claves.
- II) Desinversión de activos no estratégicos: otra fuente para obtener recursos, que consistió en la venta de activos pocos rentables y/o no estratégicos para la compañía.
- III) Disminución de inversiones: Cierre de locales y paralización de nuevas aperturas, con un CAPEX que el 2013 fue un 47% menor que en 2012 y un 65% menor que en 2011 (SMU 2013). Esta disminución, va en la dirección de no hacer crecer el portafolio de forma significativa, sino que focalizarse en rentabilizar los locales actuales.
- IV) Ajuste del perfil de deuda con la madurez de los planes de fortalecimiento operacional: se decide prepagar deuda por un equivalente al 24% de la deuda bancaria al 30 de septiembre del 2013. El resto de la deuda se reprograma a mayores plazos, para poder disminuir la presión financiera al plan trienal 2014-2016.

Como resultado del plan estratégico, el margen EBITDA y el margen operacional aumentaron año a año desde el 2013 al 2016 (Sánchez *et al.*, 2020). Posterior a este trienio, la compañía definió el plan trienal 2017-2019 el cual basa en los siguientes ejes: experiencia del cliente, eficiencia operacional, organización alineada y comprometida, sostenibilidad, desarrollo tecnológico y fortalecimiento de la posición financiera (SMU, 2017b).

El fortalecimiento de la posición financiera se basa en aumentar el capital mediante emisión de nuevas acciones en la bolsa el año 2017, periodo en el cual SMU se abre a la bolsa, además de colocar bonos para refinanciar deuda en condiciones más favorable (SMU, 2017b). En la figura 2 se presenta el plan estratégico para el trienio 2020-2022.

Figura 2. Plan Estratégico de SMU para el periodo 2020-2022



Fuente: Memoria Integrada de SMU 2020

Como se puede ver en la figura 2 el plan estratégico se basa en cinco ejes y además cuenta con tres habilitadores transversales.

El eje de crecimiento orgánico contempla abrir más de 50 locales en Chile y Perú para el periodo, además de remodelar locales existentes y el desarrollo del e-commerce (SMU, 2020c). Respecto a este punto, hubo algunos retrasos en el 2020, por las restricciones de trabajos de construcción consecuencia de la pandemia (SMU, 2020c).

El eje de eficiencia y productividad tiene como principales objetivos controlar gastos operacionales, mejorar disponibilidad de los productos en locales, con foco en digitalización, rediseñar procesos y la incorporación de herramientas tecnológicas, tanto en sus tiendas como en su red logística (SMU, 2020c).

## 2.1.2. Principales accionistas

En la tabla 4 se presentan los principales accionistas de SMU al 31 de marzo del 2021 y su participación.

**Tabla 4. Diez principales accionistas y su participación al 31 de marzo del 2021**

<b>10 principales accionistas</b>	<b>Participación al 31/03/2021</b>
Inversiones Sams SpA	23,35%
Inversiones SMU Matriz Ltda.	16,65%
Gestora Omega Ltda. Holding y Cía. en CpA	4,91%
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	3,96%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversion	3,82%
FIP Epsilon	3,39%
FIP Gamma	2,81%
CorpGroup Inversiones Ltda.	2,35%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	2,26%
Banco de Chile por cuenta de State Street	2,19%

*Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU al 31 de marzo del 2021*

Como se puede apreciar, los dos principales accionistas corresponden a personas jurídicas y suman el 40% de participación. Los 3 principales accionistas al 31/03/2021 también lo eran al 31/12/2017 (SMU, 2017a).

### **2.1.3. Filiales**

En la Anexo 3 se presentan las sociedades filiales de SMU y la participación de ésta en cada una de ellas al 31 de diciembre del 2020. Con esta información se desprende que SMU tiene cinco filiales directas, todas con moneda funcional el peso chileno y al menos un 99,92% de participación, y 31 filiales indirectas, en todas las cuales SMU tiene al menos un 99,46% de participación indirecta, de las cuales tres tienen como moneda funcional el nuevo sol peruano, y el resto el peso chileno.

En la tabla 5 se presentan los ingresos y el resultado antes de impuesto de cada filial con participación directa al 31 de diciembre del 2020. Se puede apreciar que la sociedad que se lleva gran parte de los ingresos del grupo y del resultado antes de impuesto es Inversiones SMU Ltda. y filiales. El resto de las filiales tuvieron resultado antes de impuesto nulo o negativo en el ejercicio 2020.

**Tabla 5. Ingresos y Resultados antes de impuesto al 31 de diciembre del 2020 de las sociedades donde SMU tiene control y participación directa.**

En miles de UF	Ingresos de actividades ordinarias	Resultado antes de impuestos
Unidata	269	-47
Inversiones SMU Ltda. y Filiales	78.699	1.762
Inversiones SMU S.p.A.	0	0
Omicron S.p.A.	0	0
Inversiones OMEGA Ltda. y Filiales	111	-705

Fuente: Elaboración propia en base a notas de los EEFF de cada filial al 31 de diciembre del 2020

En la figura 3 se presenta algunas de las principales marcas que forman parte de SMU.

**Figura 3. Logos de algunas de las marcas bajo SMU.**



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria de SMU 2020

Unimarc es una marca de supermercados, presente a lo largo de Chile, y es la principal marca del grupo. Al 31 de marzo del 2021 posee 283 locales, de los cuales solo uno es propio y el resto arrendados (SMU, 2021b). La compra de Unimarc a Francisco Errazuriz en 2007 fue la primera adquisición del grupo SMU y dio el punto de partida a la posterior expansión en el rubro del retail chileno con nuevas adquisiciones, además de fusiones.

Telemercados es una plataforma de e-grocery enfocada en los grupos socioeconómicos A, B, C1, C2 y C3, en la cual los clientes realizan sus pedidos a través de la página web o call center (SMU, 2020a). Desde el 2018, esta plataforma trabaja con aplicaciones de despacho como Rappi, Pedidos Ya y Cornershop (SMU, 2020a).

OK Market es una de las marcas líderes del formato de conveniencia en Chile y se caracteriza por sus extensos horarios de atención y un amplio surtido de artículos, contando con una gran variedad de platos preparados, snack, botillería, panadería y pastelería (SMU, 2021b). Respecto a esta cadena, de acuerdo al hecho esencial de fecha 08 de octubre de 2020, las sociedades Supermercados Chile S.A. e Inversiones SMU SpA, dueñas del 100% del capital accionario del 100% de OK Market S.A., firmaron un acuerdo vinculante con FEMSA Comercio S.A. C.V., por la venta del 100% de propiedad en OK Market S.A. (SMU, 2021b). La Fiscalía Nacional Económica aprobó la compra de OK Market por parte de Oxxo sujeta a la desinversión de 16 locales y otras medidas de mitigación (Diario Estrategia, 2021).

Alvi y Mayorista 10 son ambos supermercados mayoristas especializados mayormente en abarrotes, con la diferencia de que el primero está enfocados en pequeños comerciantes e instituciones, mientras que el segundo está enfocado en consumidores finales (SMU,2021).

Maxi Ahorro es una cadena de supermercados en Perú con 9 años de trayectoria, 18 tiendas y más de 600 colaboradores en las ciudades de Lima, Piura e Ica (Maxi Ahorro, 2021).

Mayorsa es una cadena de supermercados mayoristas en Perú, que cuenta con 7 locales ubicados en Lima y cuenta con un surtido de más de 4.000 variedades de productos (Mayorsa, 2021).

## **2.2. Estado actual de la industria**

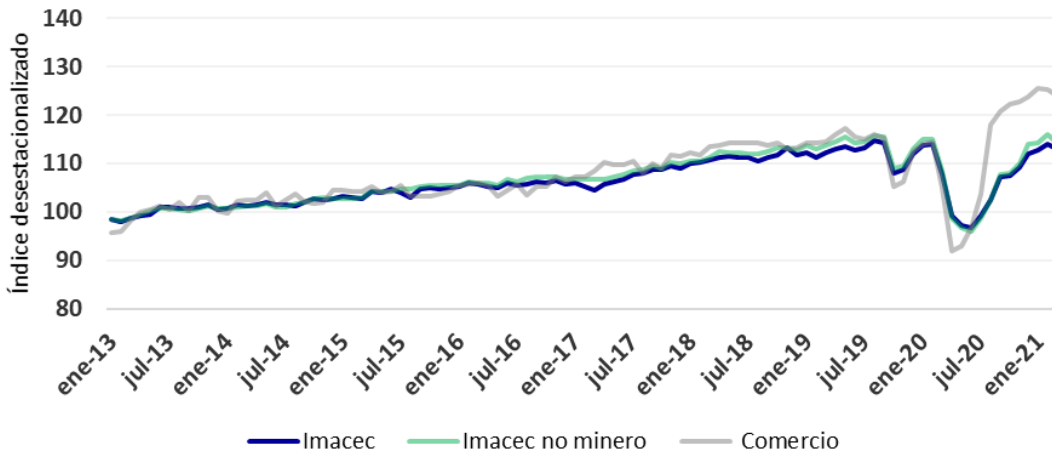
Como se mencionó en el punto 2.1, el mercado chileno representa más del 98% del ingreso en ventas y más del 99% del EBITDA de SMU S. A. al 31 de marzo de 2021, por lo tanto, Chile es el país más relevante en la actualidad para el grupo y será el mercado que se analice en este punto.



## 2.2.1. Indicadores Macroeconómicos

En el gráfico 1 se presenta la evolución del IMACEC total, IMACEC excluyendo el sector minero e IMACEC comercio (IMACEC, 2021). Como se puede observar en este gráfico, el sector comercio fue más castigado por el Covid-19 que el índice total, sin embargo, ya en julio 2020 muestra signos de recuperación y supera al índice total y al no minero. Desde septiembre 2020 supera, por primera vez desde el año 2013, los 120 puntos, nivel que no es sobrepasado a la baja en los meses siguientes, lo que da cuenta de que el sector comercio se ha más que recuperado del impacto de la pandemia.

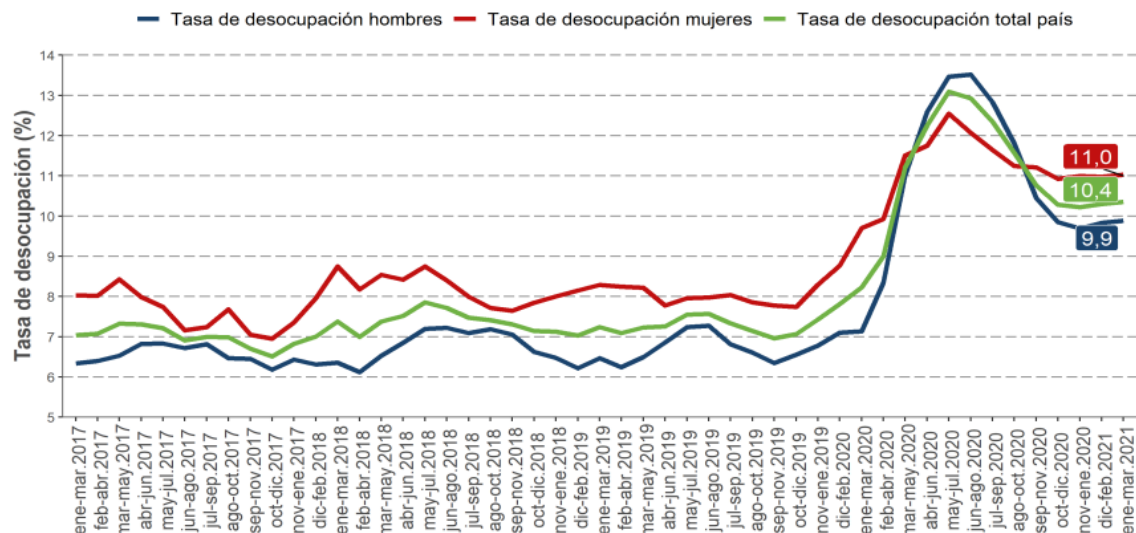
Gráfico 1. Evolución del IMACEC total, IMACEC no minero e IMACEC comercio desde enero 2013 a marzo 2021.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Chile

En el gráfico 2 se presenta la evolución de la tasa de desocupación total y por género. Se puede observar en este gráfico que en el trimestre móvil de marzo a mayo la desocupación nacional supera el 10%, lo que no había ocurrido entre los años 2017-2019. En el trimestre móvil enero a marzo 2021, la desocupación nacional se ubica en 10,4%, valor alejado de los niveles de 12% y 13% a los que se llegó en 2020.

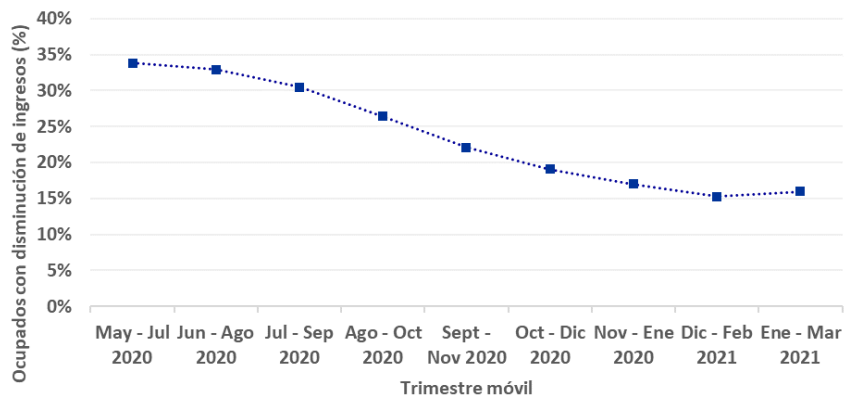
**Gráfico 2. Tasa de desocupación total país y por género entre trimestres móviles ene-mar 2017 a ene-mar 2021.**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística - Boletín estadístico de empleo trimestral (Edición n° 270, 30 de abril de 2021)

En el gráfico 3 se presenta el porcentaje de ocupados que han visto disminuidos sus ingresos en el trimestre móvil, lo que es consecuencia directa del Covid-19. Como se puede observar en este gráfico, el porcentaje llegó a casi un 35% de los ocupados en el trimestre móvil mayo a julio 2020, y en los últimos cuatro trimestres móviles se ha ubicado entre el 15% y el 20%. Por lo tanto, no solo el aumento del desempleo ha tenido un impacto en la caída del ingreso promedio de las personas, sino que también muchos ocupados han visto disminuidos sus ingresos también.

**Gráfico 3. Porcentaje de ocupados con disminución de ingresos entre trimestre móviles may-jul 2020 a ene-mar 2021.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística

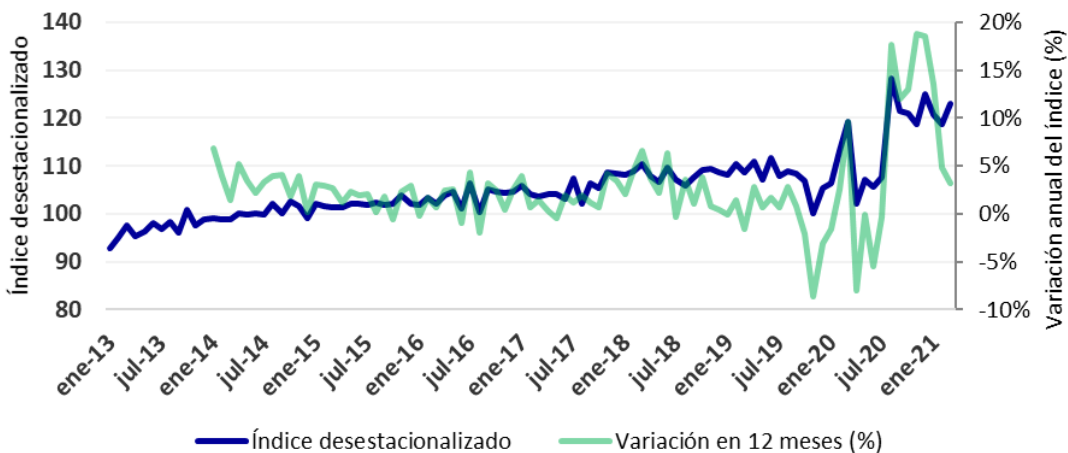
Del análisis de los gráficos 1, 2 y 3, se desprende que el Covid-19 ha tenido un impacto relevante en la economía chilena, pero dicho impacto ha disminuido en 2021, lo que se refleja en menor tasa de desocupación, mayor IMACEC y menor porcentaje de ocupados con disminución de ingresos, respecto a los valores de estos indicadores para mayo a diciembre 2020. En particular, destaca el aumento del IMACEC de Comercio, que llega a más de 120 puntos, valores que nunca había llegado este indicador.

## 2.2.2. Indicadores de la industria de supermercados en Chile

Al 31 de diciembre de 2021, la industria de supermercados en Chile estaba compuesta por 1.337 tiendas, incluyendo hipermercados, supermercados y otras tiendas de retail de alimentos con un mínimo de 3 cajas, siendo el tamaño de esta industria mayor a los \$12,2 billones a dicha fecha (SMU, 2020c).

En el gráfico 4 se presenta la evolución del índice desestacionalizado de ventas de supermercado y la variación anual acumulada de dicho índice.

**Gráfico 4. Índice desestacionalizado de ventas de supermercados y variación acumulada anual entre enero 2013 y marzo 2021**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística (INE)

Como se puede observar en el gráfico 4, en noviembre 2019 la variación acumulada de 12 meses del índice desestacionalizado fue de -8,7%, lo que se debe al impacto del estallido social. Para SMU, un impacto directo fue que, al 31 de diciembre de 2020, SMU cerró 9 (SMU, 2020a) de los 12 supermercados de Unimarc que estaban inoperativos al 31 de diciembre del 2019 (SMU, 2019b).

Posteriormente, en el gráfico 4 se observa una recuperación del indicador que llega su punto máximo en el periodo analizado (desde el año 1991) en marzo 2020, pero solo un mes después vuelve a caer (-7,9% acumulado anual), lo que se debe a los efectos del Covid: mayores restricciones a la movilidad de las personas, aumento del desempleo y disminución de ingresos de trabajadores ocupados.

Pese a lo anterior, ya en agosto 2020 el indicador vuelve a tener una importante recuperación y marca un nuevo máximo en el periodo analizado, lo que puede estar influenciado por los retiros del 10% del saldo de la cuenta de ahorro previsional obligatorio (AFP), además de pagos del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) por parte del Estado. Desde ese mes, el indicador no ha caído de los 118 puntos, valor que desde enero del 2013 solo fue superado una vez, en el mencionado mes de marzo 2020.

Si bien la venta de supermercados se vio afectado por el Covid-19, otros supermercados del retail se vieron mucho más afectados: en la Región Metropolitana, las ventas en la categoría supermercados tradicionales cayeron en un 2,5% real anual, mientras que la venta de vestuario cayó un 86%, calzado un 92%, artefactos eléctricos un 58%, línea de hogar un 66% y muebles un 76% (ICR, 2020).

### **2.2.3. Regulación y fiscalización**

SMU S. A. por ser una sociedad anónima abierta es fiscalizada por la CMF (Leyes N° 18.045 y 18.046).

En temas de libre competencia, está sujeto a las resoluciones del tribunal de libre Competencia (Decreto Ley N° 211).

Otras instituciones fiscalizadoras, en sus respectivas materias son la Dirección del Trabajo, el Servicio Nacional del Consumir, el Servicio de Impuestos Internos, entre otras.

## 2.2.4. Empresas comparables

En la tabla 6 se presentan los ingresos por país y rubro de Cencosud. Como se puede observar en esta tabla, en Chile el 66% de los ingresos del grupo corresponden a supermercados, cifra que a nivel total países es mayor: 74%. Por otro lado, Chile representa el 56% de los ingresos de Cencosud y los supermercados en Chile representan el 37% de los ingresos totales del grupo.

**Tabla 6. Ingresos por país y rubro en que participa Cencosud al 31 de marzo del 2021**

Ingresos en miles de UF	Chile	Argentina	Brasil	Perú	Colombia	Total países
Supermercados	31.313	8.892	9.095	7.762	5.479	62.540
Mejoramientos del Hogar	7.343	4.355	0	0	587	12.284
Tiendas por departamento	7.958	0	0	32	0	7.990
Centro Comerciales	758	183	0	127	56	1.123
Servicios Financieros	0	618	46	0	56	719
<b>Total</b>	<b>47.371</b>	<b>14.047</b>	<b>9.141</b>	<b>7.920</b>	<b>6.177</b>	<b>84.656</b>
<b>Supermacados / Total</b>	<b>66,10%</b>	<b>63,30%</b>	<b>99,50%</b>	<b>98,00%</b>	<b>88,70%</b>	<b>73,88%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a reporte de resultados del 1T-2021 de Cencosud*

En la tabla 7 se presentan los ingresos por país y rubro de Falabella. Como se puede observar en esta tabla, en Chile el 15% de los ingresos del grupo corresponden a supermercados, cifra que a nivel total países es mayor: 18%. Ambos porcentajes son significativamente menores a los de Cencosud. El 59% de los ingresos de Falabella son generados en Chile.

**Tabla 7. Ingresos por país y rubro en que participa Falabella al 31 de marzo del 2021**

Ingresos en miles de UF	Chile	Argentina	Brasil	Perú	Colombia	Total países
Supermercados	7.559	0	0	8.580	0	16.139
Mejoramientos del Hogar	24.778	682	1.654	6.129	8.562	41.806
Tiendas por departamento	14.474	1.125	0	4.126	2.678	22.403
Bancos	4.846	0	0	961	1.148	6.956
Servicios Financieros	0	179	0	0	0	179
<b>Total</b>	<b>51.657</b>	<b>1.987</b>	<b>1.654</b>	<b>19.796</b>	<b>12.388</b>	<b>87.483</b>
<b>Supermacados / Total</b>	<b>14,63%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>43,34%</b>	<b>0,00%</b>	<b>18,45%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a reporte de resultados del 1T-2021 de Falabella

De la tabla 6 y 7 se desprende que Cencosud genera una proporción mucho mayor de sus ingresos por los supermercados. De todas formas, esos porcentajes son menores a los de SMU y de Walmart Chile. Para este último el 100% de los ingresos se generan directa o indirectamente por supermercados<sup>7</sup>.

En la tabla 8 se presenta la distribución de los ingresos de tres de las principales cuatro cadenas de supermercados en Chile.

**Tabla 8. Distribución de los ingresos trimestrales de SMU, Cencosud y Falabella al 31/03/2021 en base a ventas del INE**

	Ingresos en miles de UF	% del total grandes supermercados
SMU	18.742	17,07%
Cencosud	31.313	28,51%
Falabella	7.559	6,88%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados de Resultados al 1er trimestre de 2021 de SMU, Cencosud y Falabella, además de ventas de supermercados según Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

Como se puede observar en la tabla 8, de las tres cadenas con supermercados presentadas, Cencosud es la de mayores ingresos, con 11,44 puntos porcentuales más de participación en el mercado de supermercados en Chile que SMU.

<sup>7</sup> No se pudo obtener datos de ventas de Walmart Chile ya que no cotiza en la Bolsa de Comercio de Santiago, la cual que forma parte de la multinacional líder a nivel mundial del rubro de supermercados

## 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

### 3.1. Deuda financiera

En la tabla 9 se presenta la deuda financiera de SMU para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021.

**Tabla 9. Deuda Financiera de SMU.**

En miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
<b>Corrientes</b>	<b>2.542</b>	<b>3.504</b>	<b>4.921</b>	<b>7.097</b>	<b>4.049</b>
Préstamos bancarios	1.517	1.819	3.099	2.199	2.154
Obligaciones con el público	284	1.097	93	3.232	273
Obligaciones por derechos de usos con opción de compra	125	257	290	228	193
Obligaciones por derechos de uso	615	331	1.440	1.439	1.429
<b>No Corrientes</b>	<b>27.095</b>	<b>20.570</b>	<b>27.913</b>	<b>29.175</b>	<b>29.012</b>
Préstamos bancarios	3.912	1.975	244	0	0
Obligaciones con el público	14.601	10.319	11.423	14.284	14.285
Obligaciones por derechos de usos con opción de compra	234	1.811	1.701	1.501	1.471
Obligaciones por derechos de uso	8.348	6.465	14.546	13.390	13.257
<b>Total</b>	<b>29.637</b>	<b>24.075</b>	<b>32.835</b>	<b>36.272</b>	<b>33.061</b>
Variación		-18,77%	36,39%	10,47%	-8,85%
Deuda Financiera no corriente/Deuda Financiera Total	91,42%	85,44%	85,01%	80,43%	87,75%
Deuda Financiera corriente/Deuda Financiera Total	8,58%	14,56%	14,99%	19,57%	12,25%

*Fuente: Elaboración propia en base a notas de los EEFF de SMU de los periodos respectivos*

Para la elaboración de la tabla 9 se usó la información de la nota a los EEFF de cada periodo de “Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes”. También, se revisaron las notas a los otros pasivos para determinar si alguna cuenta de pasivo financiero no se estaba considerando: al realizar esta revisión, no se encontró ninguna cuenta que se tuviera que incluir. Por otro lado, se excluyó el monto de la cuenta de derivados tanto en pasivos corrientes como no corrientes.

Se puede observar en la tabla 9 que la mayor parte de la deuda financiera de SMU es de tipo no corriente, la cual es de 87,75% del total para marzo 2021. Entre 2017 y 2020, el peso de la deuda financiera corriente, la de corto plazo y más crítica para la continuidad financiera de la empresa, había aumentado desde el 8,58% al 19,57%, respectivamente. La cifra de marzo 2021 va en contra de esta tendencia, lo cual es positivo para la solvencia de SMU.

En la tabla 10 se presenta el aumento de capital, y el monto total de activos, pasivos y patrimonio de SMU entre los años 2016, 2017 y 2018.

**Tabla 10. Aumentos de capital, activos, pasivos y patrimonio de SMU en 2016, 2017 y 2018**

En miles de UF	2016	2017	2018
Aumento de capital	0	8.495	2.759
Activos	68.572	70.960	65.748
Pasivos	55.288	48.840	40.526
Patrimonio	13.284	22.120	25.223
Cambio en Pasivos		-6.448	-8.314
Cambio en Patrimonio		8.836	3.103
Aum. Capital/Activos año anterior		12,39%	3,89%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU al cuarto trimestre del 2016, 2017 y 2018

Como se puede ver en la tabla 10, en 2017 hubo un aumento de capital relevante (que correspondía al 12,4% de los activos totales al cierre del año anterior). Parte de este aumento de capital se destina a reducir los niveles de endeudamiento (Sánchez *et al.*, 2020), acorde al eje de fortalecimiento de la posición financiera.

En 2018 el aumento de capital es un 67,5% menor que el 2017, pero la disminución de pasivos totales es incluso mayor que el año anterior, lo que se explica también por la venta de activos no estratégicos. En esto último, destaca la venta de Construmart por 1.875.000 UF el 27 de abril de 2018 (Diario Estrategia, 2018) .

Dentro de la categoría de deuda financiera no corriente, los tipos de deuda de mayor monto son obligaciones con el público (la cual ha sido una categoría relevante en los 5 años de análisis) y obligaciones por derechos de uso, categoría que aumentó de forma relevante en 2019<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Producto de la aplicación de la NIIF 16, el 1 de enero de 2019 se registró \$27.477,5 millones (997 miles de UF) en obligaciones por derechos de uso corrientes y \$227.767,6 millones (8.263 miles de UF) en obligaciones por derechos de uso no corrientes, por los contratos de arriendo que al 31 de diciembre se contabilizaban como arriendos operativos (SMU, 2019b).



En el Anexo 4 se muestra el detalle de obligaciones con el público al 31 de marzo de 2021, mientras que en la tabla 11 se muestra un resumen de dicha información. El 100% de este monto corresponde a deuda en UF, con pago semestral de interés, sin garantía y con tasa anual nominal entre 2,5% y 4,7%. En cuanto a la amortización de los bonos, tres son con amortización al vencimiento y los otros cuatro son con amortización semestral.

En cuanto a la distribución del valor contable según plazo, el 1% es menor a 90 días, 0,9% entre 90 días y un año, mientras que el 65% del valor contable corresponde a 3 años o más.

**Tabla 11. Resumen de bonos al 31 de marzo del 2021 por SMU.**

Montos en miles de UF	Tasa anual nominal	Tasa anual efectiva	Valor Contable corrientes (en miles de UF)		Valor Contable no corrientes (en miles de UF)				Total Valor Contable corriente y no corriente (en miles de UF)
			Hasta 90 días	Más de 90 días hasta 1 año	Más de 1 año hasta 2 años	Más de 2 años hasta 3 años	Más de 3 años hasta 5 años	Más de 5 años	
BCSMU-B	3,80%	4,18%	40	127	263	264	531	1.749	2.975
BDSU-D	4,70%	4,76%	18	0	0	0	0	996	1.015
BCSMU-T	3,00%	3,24%	0	4	823	830	832	0	2.488
BCSMU-T	3,00%	2,85%	0	1	336	334	334	0	1.005
BCSMU-W	2,50%	2,11%	7	0	0	0	0	1.061	1.068
BCSMU-AK	3,00%	3,37%	42	0	0	0	2.946	0	2.988
BCSMU-AL	3,25%	3,35%	34	0	990	997	999	0	3.019
<b>Total</b>			<b>142</b>	<b>131</b>	<b>2.412</b>	<b>2.425</b>	<b>5.641</b>	<b>3.807</b>	<b>14.558</b>

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU del 31 de marzo del 2021

## 3.2. Patrimonio económico

En la tabla 12 se presenta el patrimonio económico de SMU para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021.

**Tabla 12. Patrimonio económico de SMU.**

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Número de acciones	5.372.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856
Precio de la acción (CLP)	186	190	147	107	118
<b>Total (miles de UF)</b>	<b>37.346</b>	<b>39.788</b>	<b>29.970</b>	<b>21.247</b>	<b>23.173</b>

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU de los periodos respectivos y a precio de la acción en es.investing.com

SMU solo tiene una clase de acción, las cuales en valor bursátil valen 23,2 millones de UF al 31 de marzo del 2021. En cuanto al número de acciones, no ha variado desde el 22 de enero del

2018 (SMU, 2018), fecha en la cual aumentó el número de acciones en 400 millones, lo que equivalía a un 7,45% más de títulos en ese momento.

En el gráfico 5 se presenta la evolución del precio de la acción de SMU entre el 29 de diciembre del 2017 y el 31 de marzo del 2021.

**Gráfico 5. Evolución del precio de la acción de SMU entre el 29-12-2017 y el 31-03-2021**



Fuente: Elaboración propia en base precios en <https://finance.yahoo.com/>

Como se puede apreciar, la tendencia macro del precio es bajista. Durante el 2018 no pudo superar los \$ 200 pesos y llega a \$ 107 al cierre del 2020. Por otro lado, el precio no ha bajado de los \$ 99 desde el cierre del 2017.

En los Anexos 5 y 6 se muestran los dividendos y los aumentos de capital de SMU, respectivamente, desde el 2018.

En el gráfico 6 se presenta la evolución relativa del precio respecto al cierre del 29 de diciembre del 2017, tanto para SMU como para Falabella, Cencosud y fondo mutuo ETF IT NOW IPSA<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> El objetivo del Fondo es ofrecer a los inversionistas un vehículo de inversión que les permita obtener una rentabilidad similar a la obtenida por el Índice de Precios Selectivo de Acciones sin dividendos, para lo cual condicionará su

**Gráfico 6. Evolución del precio de la acción de SMU entre el 29-12-2017 y el 31-03-2021**



Fuente: Elaboración propia en base precios en <https://finance.yahoo.com/>

Como se puede observar en el gráfico 6, la tendencia del mercado (ETF IT NOW IPSA) ha sido bajista. En concordancia con esta tendencia del mercado, SMU, Cencosud y Falabella también disminuyeron desde el 2017, de lo que se desprende que el sector retail no ha estado ajeno a la tendencia del IPSA.

### 3.3. Valor económico

En la tabla 13 se presenta el valor económico de SMU para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021.

**Tabla 13. Valor económico de SMU.**

En miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Valor deuda financiera (B)	29.637	24.075	32.835	36.272	30.061
Patrimonio Económico (P)	37.346	39.788	29.970	21.247	23.173
<b>Valor económico (V)</b>	<b>66.983</b>	<b>63.863</b>	<b>62.805</b>	<b>57.519</b>	<b>53.234</b>

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU de los periodos respectivos

rentabilidad al comportamiento de dicho Índice, manteniendo ponderaciones similares a las del Índice y en ciertos casos, a activos distintos de su composición. El Fondo invertirá al menos un 90% del valor de sus activos en acciones con presencia bursátil que compongan el IPSA.

Del punto 3.2 se desprende que el precio de la acción ha ido a la baja desde el cierre del 2017, mientras que el número de acciones no ha variado desde el cierre del 2018. En vista de lo anterior, es concordante que el valor económico de SMU vaya a la baja. Al 31 de marzo del 2021, el valor económico ha caído un 7,5% en lo que va del año.

### 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

En la tabla 14 se presenta la estructura de capital de SMU para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021.

**Tabla 14. Estructura de Capital de SMU.**

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21	E.C. promedio dic-2017 / mar-2021	E.C. promedio dic-2019 / mar-2021
B/V	44,25%	37,70%	52,28%	63,06%	56,47%	50,75%	57,27%
P/V	55,75%	62,30%	47,72%	36,94%	43,53%	49,25%	42,73%
B/P	79,36%	60,51%	109,56%	170,71%	129,72%	109,97%	136,67%

*Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU de los periodos respectivos.*

La tabla 15 (que se presenta a continuación de este párrafo) se diferencia de la tabla 14 en que no considera el monto del bono colocado el 19 de junio de 2020 por 3.000.000 UF, el cual tenía como objetivo pagar las obligaciones con el público corrientes, las cual aumentaron en 3.139.000 UF respecto a dic-2019 (cabe mencionar que el total de la deuda financiera corriente aumentó en 2.176.000 UF respecto a dic-2019). Será la tabla 15 la que se use para determinar la estructura de capital pasada de SMU.

**Tabla 15. Estructura de Capital de SMU sin considerar bono de 3 MM UF colocado el 19/06/2020**

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21	E.C. promedio dic-2017 / mar-2021	E.C. promedio dic-2019 / mar-2021
B/V	44,25%	37,70%	52,28%	61,03%	56,47%	50,34%	56,59%
P/V	55,75%	62,30%	47,72%	38,97%	43,53%	49,66%	43,41%
B/P	79,36%	60,51%	109,56%	156,59%	129,72%	107,15%	131,96%

*Fuente: Elaboración propia en base a EEFF de SMU de los periodos respectivos.*

En la tabla 15, el primer ratio corresponde a qué parte del valor económico corresponde al valor de la deuda financiera<sup>10</sup>, mientras que el segundo es su complemento, es decir, la porción de valor económico que corresponde al patrimonio económico. Por su parte, el tercer ratio (B/P), corresponde a la razón del valor de la deuda sobre el patrimonio económico y es un indicador clave para analizar a una empresa, sobre todo al compararlo con otras compañías del mismo rubro.

De la tabla 15, se puede observar que este indicador ha variado bastante en el periodo de análisis, y no se observa ni una tendencia en los números ni una estabilización de este. Por ello, es difícil definir cuál será la estructura de capital hacia adelante. Adicionalmente, es necesario destacar que en 2019 hay un salto importante en el ratio B/P, lo que se debe a un efecto de la aplicación de NIIF 16, lo que tuvo como impacto el aumento de los pasivos financieros totales, al contabilizar también en esta categoría los arriendos operativos.

Por lo anterior, para definir cuál debería ser la estructura de capital futura más probable de SMU, no debería considerarse los periodos anteriores a dicho cambio de normativa. Por ello, se debería considerar como estructura de capital objetivo el promedio entre los ejercicios 2019, 2020 y marzo 2021, estructura de capital que se muestra en última columna de la tabla 15.

---

<sup>10</sup> Se considerará que el valor contable de está es igual a su valor de mercado

## 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

En este punto se calculará el costo de capital ( $k_o$ ) para descontar los flujos futuros proyectados de SMU, con el objetivo de valorizar el precio de la acción al 31 de marzo de 2021. La fórmula del costo de capital es:

$$k_o = k_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)^{obj} + k_p * \left(\frac{P}{V}\right)^{obj}$$

Donde:

$K_o$ : costo de capital, calculado en el punto 4.7

$K_b$ : costo de la deuda, calculado en el punto 4.1

$t_c$ : tasa de impuesto primera categoría (27%<sup>11</sup>, promedio últimos tres años)

$\left(\frac{B}{V}\right)^{obj}$ : Valor Deuda Financiera/(Patrimonio Económico + Valor Deuda Financiera), obtenido en el punto 3.4

$K_p$ : costo patrimonial, calculado en el punto 4.6

$\left(\frac{P}{V}\right)^{obj}$ : Patrimonio Económico/ (Patrimonio Económico + Valor Deuda Financiera), obtenido en el punto 3.4

### 4.1. Costo de la Deuda ( $k_b$ )

El bono más largo de SMU es el BCSMU-W, el cual se colocó en UF, paga intereses semestralmente, amortiza al vencimiento (01 de junio de 2040) y tiene una tasa de mercado anual de 4,0% (según datos de Risk America, ver Anexo 7). Este bono fue colocado el 20 de junio de 2019, por un monto de 1.000.000 UF a una tasa cupón de 2,5% y es el penúltimo bono

---

<sup>11</sup> En Chile el impuesto corporativo es del 27%, mientras que en Perú es del 29.5% (Gestión, 2021). Entre el 2017 y 2020 el 97,84% de los ingresos de SMU son producidos en Chile, de forma que el impuesto corporativo promedio ponderado por país de ingresos de SMU es de 27,05%. Como este porcentaje es apenas 0,05 puntos porcentuales mayor al impuesto chileno, por esta poca diferencia y por simplicidad se usará como tasa de impuesto 27%.

en ser emitido, solo antes del BCSMU-AK, el cual tiene como fecha de vencimiento el 2025 (SMU, 2021b). Por lo tanto:

$$K_b = 4,0\%$$

## 4.2. Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )

En base al Modelo de Valorización de Activos Financieros (CAPM, por sus siglas en inglés), la fórmula para obtener este parámetro es la siguiente:

$$K_b = R_f + PRM * \beta_d$$

Donde:

$K_b$ : costo de la deuda, obtenido vía Risk America en el punto 4.1.

$R_f$ : tasa libre de riesgo de Chile. Para este parámetro, se considera el valor de los Bonos en UF a 30 años, plazo más largo reportado por el Banco Central de Chile. A marzo 2021 el valor de  $R_f$  es de 1,41%<sup>12</sup>.

$PRM$ : Según Carlos Maquieira, el premio por riesgo de Chile para el 2021 es de 6,2%.

$\beta_d$ : Beta de la deuda. Se calcula en base a los parámetros anteriores, despejando:

$$\beta_d = \frac{K_b - R_f}{PRM} = 0,4177$$

## 4.3. Estimación de la beta patrimonial ( $\beta_p^{C/D}$ )

Para estimar este parámetro, se realizó una regresión lineal entre las variaciones de los valores del cierre semanal del índice representativo del mercado (variable explicativa) y el precio de SMU (variable independiente), entre el 01 de abril de 2019 al 31 de marzo de 2021. Se decide utilizar el IGPA como índice de referencia, pues abarca a mayor parte del mercado nacional, y, además,

---

<sup>12</sup> Obtenido en:

[https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP\\_TASA\\_INTERES/MN\\_TASA\\_INTERES\\_09/TMS\\_16](https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16)

SMU forma parte del IPSA solo desde el 2021, por lo cual en gran parte de la ventana de análisis no forma parte de este índice. La regresión lineal es la siguiente:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta_p^{C/D} * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde:

$R_{t,i}$ : retorno semanal de SMU

$R_{t,m}$ : retorno semanal del índice representativo del mercado (para esta regresión se consideró el IGPA)

$\beta_p^{C/D}$ : Coeficiente de relación entre el retorno semanal de SMU y el del índice representativo del mercado, resultante de la regresión lineal

$\alpha$ : constante resultante de la regresión lineal

$\varepsilon_{t,i}$  : error de la regresión lineal

En la tabla 16 se muestra se muestra los datos de la estimación de la beta patrimonial.

**Tabla 16. Datos de la estimación de la beta patrimonial para SMU**

	Mar-2021
Beta de la acción	0,4780
P-value	0,00% (***)
Nº observaciones	95
R <sup>2</sup>	0,3117
Presencia bursátil*	95,00%

Fuente: *Elaboración propia*

(\*\*\*) da cuenta de que la regresión es significativa al 1%

\* La presencia bursátil se calculó como el promedio simple entre la presencia bursátil a 180 días hábiles (aproximadamente 9 meses) anteriores a las siguientes fechas: 30-09-2019 / 30-06/2020 / 31/03/2021

Como se muestra en la tabla 16, la beta de la acción es positivo, lo que implica que el retorno semanal de SMU tendrá el mismo signo matemático que la variación del índice, en la gran



mayoría de las veces. La magnitud, de la beta implica que, en promedio, el retorno de SMU será solo el 47,80% de la variación semanal del índice, independiente del signo de la variación. Una explicación de que este indicador sea bajo es que SMU es una empresa que depende en gran medida del consumo no cíclico, puesto que el consumo de los productos ofrecidos por SMU no cambia significativamente en periodos de crecimiento y en periodos de desaceleración, pues las personas siguen teniendo necesidades alimenticias, de artículos de aseo del hogar y personal, etc. Por lo anterior, SMU presenta una exposición menor al ciclo económico (Feller Rate, 2021), que las empresas que pertenecen a industrias de los sectores cíclicos adelantado, las cuales proveen productos y servicios que hasta cierto punto no son esenciales como: ropa deportiva, salidas a restaurantes, coches, hoteles, etc. (BBVA, 2022)

El nivel de significancia de la regresión resultó ser el 1%. Por lo tanto, se rechaza la hipótesis nula al 1%, es decir, con una confianza de 99% al menos una de las variables independientes explica a la variable dependiente. Este alto nivel de confianza da cuenta de la robustez de la regresión.

Para obtener la presencia bursátil<sup>13</sup>, se promedió la presencia de los últimos 180 días hábiles bursátiles (aproximadamente 9 meses) al 30-09-2019, al 30-06-2020 y al 31-03-2021. Como resultado se obtuvo un 95%, lo que da cuenta de que la acción de SMU tiene alta liquidez.

#### **4.4. Beta patrimonial sin deuda ( $\beta_p^{S/D}$ )**

Mediante la fórmula de Rubinstein (1973), se calcula la beta patrimonial con deuda en función de la beta patrimonial sin deuda, entre otros parámetros. Por lo tanto, para obtener la beta patrimonial sin deuda se debe reordenar la siguiente ecuación:

---

<sup>13</sup> En la página de la Bolsa de Comercio de Santiago la presencia bursátil se calcula mediante: “Se considerarán valores de presencia bursátil aquellos que a la fecha de efectuar su determinación, tengan una presencia ajustada igual o superior a 25% o cuenten con un “Market Maker” que actúe en conformidad a la Norma de Carácter General N° 327 de la Comisión para el Mercado Financiero CMF. Para el cálculo de la presencia ajustada se consideran sólo los días con transacciones por un monto igual o superior a UF 1.000, sobre los últimos 180 días hábiles bursátiles. (Norma de Carácter General N° 327 del 17 de enero 2012, de la Comisión para el Mercado Financiero CMF).” Disponible en: [https://www.bolsadesantiago.com/presencia\\_bursatil](https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil)

$$\beta_P^{C/D} = \beta_P^{S/D} * \left[ 1 + (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right) \right] - \beta_d * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right)$$

Donde:

$\beta_P^{C/D}$ : Beta patrimonial con deuda, obtenida en la regresión *lineal* (0,4780).

$t_c$ : tasa de impuesto primera categoría (27%, promedio últimos tres años).

$\left(\frac{B}{P}\right)$ : estructura de capital promedio entre 2017 y marzo 2021, que corresponde a 1,37.

$\beta_d$ : Beta de la deuda, obtenido en el punto 4.2.

Despejando,

$$\beta_P^{S/D} = 0,4479$$

#### 4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

$(\beta_{P,obj}^{C/D})$

Para obtener este parámetro, se vuelve a usar la fórmula de Rubinstein (1973), en este caso, sin despejar y considerando la estructura de capital objetivo:

$$\beta_{P,obj}^{C/D} = \beta_P^{S/D} * \left[ 1 + (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right)^{obj} \right] - \beta_d * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right)^{obj}$$

Donde:

$\left(\frac{B}{P}\right)^{obj}$ : estructura de capital objetivo, que corresponde a 1,32.

El resto de los parámetros se han explicado y calculado en puntos anteriores. Finalmente,

$$\beta_{P,obj}^{C/D} = 0,4770$$

#### 4.6. Costo patrimonial ( $K_p$ )

Para obtener este valor, se considera la siguiente formula.

$$K_p = R_f + PRM * \beta_{p,obj}^{\frac{C}{D}} + P_{liq}$$

Los parámetros de la formula fueron explicados en puntos anteriores, salvo el premio por iliquidez ( $P_{liq}$ ) Este parámetro para Chile corresponde a 2,23% (Amihud *et al.*, 2015). Finalmente,

$$K_p = 1,41\% + 6,2\% * 0,4770 + 2,23\% = 6,60\%$$

#### 4.7. Costo de capital ( $k_o$ )

Finalmente, para obtener el costo de capital, se usa la siguiente formula, la cual considera el costo patrimonial, el costo de la deuda y la estructura de capital objetivo:

$$k_o = k_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)^{obj} + k_p * \left(\frac{P}{V}\right)^{obj}$$

Donde:

$$\left(\frac{P}{V}\right)^{obj} : \text{Patrimonio Económico} / (\text{Patrimonio Económico} + \text{Valor Deuda Financiera}^{14})$$

$$\left(\frac{B}{V}\right)^{obj} : \text{Valor Deuda Financiera} / (\text{Patrimonio Económico} + \text{Valor Deuda Financiera})$$

El resto de los parámetros se calcularon en puntos anteriores. Finalmente,

$$k_o = 6,60\% * 43,41\% + 4,0\% * (100\% - 27\%) * 56,59\% = 4,52\%$$

---

<sup>14</sup> En este informe se considera la deuda financiera a valor contable

## 5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

### 5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

En la tabla 17 se presentan los ingresos por marca de SMU para los ejercicios 2017 a 2020, además de los ingresos del 1T-2021 y 1T-2020.

Tabla 17. Ingresos de SMU por marca y país

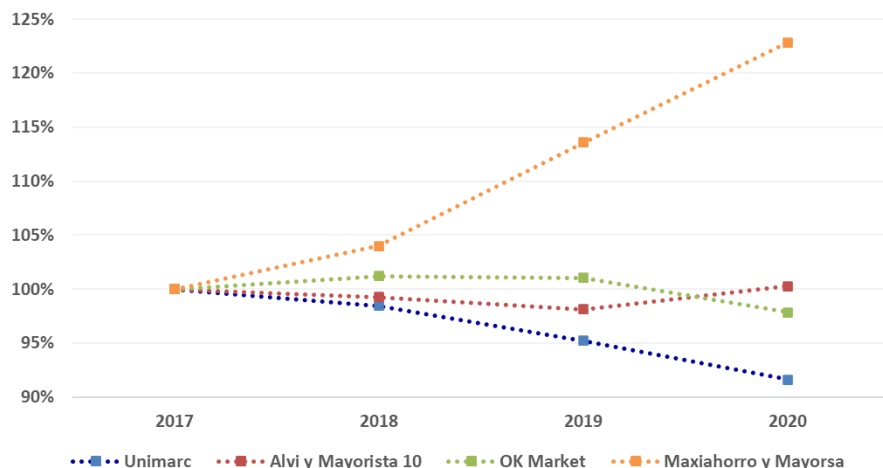
Ingresos (miles de UF)	2017	2018	2019	2020	1T-20	1T-21
<b>Chile (Retail)</b>	82.625	81.583	79.325	77.732	20.666	19.361
Unimarc	58.847	57.934	56.023	53.904	14.512	13.436
Alvi y Mayorista 10	21.307	21.149	20.911	21.362	5.560	5.306
OK Market	1.828	1.850	1.847	1.789	455	503
E-Commerce (*)	493	432	297	413	52	65
Otros (**)	149	218	247	265	87	51
<b>Perú (Retail)</b>	1.605	1.669	1.823	1.971	493	381
Maxiahorro y Mayorsa	1.605	1.669	1.823	1.971	493	381
<b>Total</b>	84.230	83.252	81.148	79.703	21.159	19.742
<b>Var. Anual Chile</b>		-1,26%	-2,77%	-2,01%		-6,32%
<b>Var. Anual Perú</b>		4,00%	9,23%	8,14%		-22,80%
<b>Var. Anual Total</b>		-1,16%	-2,53%	-1,78%		-6,70%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados de SMU

Como se puede observar en la tabla 17, en Chile el ingreso a caído año a año entre el 2017 y el 2020 y también cae entre el primer trimestre de 2020 y el de 2021. En Perú en cambio, los ingresos aumentaron año a año entre 2017 y 2020, aunque cae de forma importante entre el 1T-2020 y el 1T-2021 (-22,8% en UF).

En el gráfico 7 se presentan la evolución relativa de ingresos desde el 2017 (año base) a 2020, de las principales marcas de SMU (se excluyen las categorías “otros” y “E-commerce” pues no representan más del 0,6% del total de ingresos).

**Gráfico 7. Evolución relativa del ingreso anual respecto al 2017 de principales marcas de SMU**



Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados de SMU

Entre el 2020 y el 2017, las marcas que más aumentan sus ingresos son las mayoristas en Perú, con un 23%. En este periodo, los mayoristas en Chile (la segunda fuente principal de ingresos de SMU) en cambio, solo aumentan sus ingresos en (UF) en 0,3%. Por otro lado, OK Market (marca de formato de conveniencia), ve caer sus ingresos en un 2%. Finalmente, Unimarc, la principal fuente de ingresos de SMU, tiene una caída acumulada de ingresos entre el 2017 y el 2020 de un -8,40%.

La tendencia bajista continua del ingreso de Unimarc es la que impacta en la caída a nivel general tanto de los ingresos en Chile como a nivel total países en SMU, pues es por lejos la marca que más ingresos genera en el grupo (68% del total de ingresos del holding en 2020). El grupo SMU también presenta una tendencia bajista continua en los ingresos entre 2017 y 2020, con una caída promedio anual del -1,82%. En esta misma línea, los ingresos de SMU del primer trimestre del 2021 también tienen una caída anual respecto al 1T-2020, en un -6.7%, cifra en línea con la caída del ingreso de Unimarc para este periodo de -7.42%.

Siempre es necesario hacer un análisis de la industria, para ver si la tendencia bajista de Unimarc, la cual explica la caída del grupo, se debe bien al comportamiento global de la industria o no. Para evaluar esto, se considera el índice desestacionalizado de ventas de supermercados

(ISUP) del Instituto Nacional de Estadísticas (INE, 2021). Para ello, se compara el promedio anual del índice en 2017 con el 2020, de esta forma, se toma en cuenta el valor que tuvo el índice a lo largo del año, y no solo durante un mes específico. Para el 2017 el índice tuvo un valor promedio de 105,31, mientras que en 2020 fue de 114,63, es decir, las ventas de la industria de supermercados aumentaron entre 2017 al 2020 un 8,85%. Es importante tener en cuenta que este índice mide las ventas nominales, por lo cual al ajustar por la inflación acumulada del periodo (8,48%), se obtiene un aumento neto de las ventas en 0,37%, es decir, mayor al de SMU (-5,37% de decrecimiento real en ese periodo).

En la tabla 18 se presentan la variación anual tanto de los ingresos como del número de locales de Unimarc y de las marcas mayoristas en Chile Alvi y Mayorista 10. Estas tres marcas, representaron en 2020 el 94,43% de los ingresos de SMU.

**Tabla 18. Variación anual de ingresos y locales de Unimarc, Alvi y Mayorista 10**

		2017	2018	2019	2020	1T-20	1T-21
<b>Ingresos (miles de UF)</b>	Unimarc	58.847	57.934	56.023	53.904	14.512	13.436
	Alvi y Mayorista 10	21.307	21.149	20.911	21.362	5.560	5.306
<b>Locales</b>	Unimarc	289	289	292	283	292	283
	Alvi y Mayorista 10	100	99	99	95	99	95
<b>Var. Anual Ingresos UF</b>	Unimarc		-1,55%	-3,30%	-3,78%		-7,42%
	Alvi y Mayorista 10		-0,74%	-1,13%	2,15%		-4,56%
<b>Var. Anual Locales</b>	Unimarc		0,00%	1,04%	-3,08%		-3,08%
	Alvi y Mayorista 10		-1,00%	0,00%	-4,04%		-4,04%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados y Estados Financieros de SMU

Como se puede observar en la tabla 18, los locales también cayeron en número o bien se mantuvieron, para estos dos grupos de marcas, salvo por el aumento de 3 locales de Unimarc en 2019. Entre 2017 y 2020 el número de locales de Alvi y Mayorista 10 caen en un 5%, de 100 a 95 locales en dicho periodo.

En cuanto a los locales de Unimarc, como se puede ver en la tabla 18, entre 2019 y 2020 el número de locales cae en -3,08%, de 292 a 283 locales, Esta caída que explica gran parte de la caída de ingresos (-3,78%), se debió a cierres de locales afectados por el estallido social: de un total de 12 locales afectados (SMU, 2019b), solo tres fueron reabiertos y los nueve restantes fueron cerrados durante el 2020 (SMU, 2020a).

Sin embargo, la caída de locales no explica toda la caída de ingresos. La caída del número de locales se debió a efectos del estallido social, pero la no apertura de nuevo locales (en otras ubicaciones) da cuenta del cese de la estrategia de crecimiento por parte de SMU en 2020, pasando a una estrategia enfocada en la experiencia del cliente, eficiencia operacional y en el desarrollo tecnológico (tres de los cinco ejes del plan estratégico 2017-2019). Por lo anterior, sería de suponer que tres años de potenciar las marcas, los locales actuales y la logística del grupo debería tener un impacto positivo en los ingresos o al menos neutro. Por lo tanto, una explicación de la caída del ingreso podría ser la pérdida de participación de mercado a costa de otros actores.

## 5.2. Análisis de costos y gastos operacionales de la empresa

En la tabla 19 se presenta la evolución de los costos y gastos operaciones de SMU entre el ejercicio del 2017 y el 2021-1T.

**Tabla 19. Costos y gastos operacionales de SMU entre 2017 y 2021-1T**

<b>miles de UF</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1T-20</b>	<b>1T-21</b>
Costo de ventas	60.456	59.553	57.053	55.983	14.887	13.819
Costos de distribución	921	1.030	1.107	1.074	301	251
Gastos de administración sin (i)	17.566	17.155	15.984	16.244	4.092	3.889
(i) Depreciación y amortización	1.792	1.812	3.046	2.957	764	712
Otros gastos, por función	0	0	0	0	255	0
<b>Costos operacionales sin (i)</b>	<b>78.943</b>	<b>77.738</b>	<b>74.144</b>	<b>73.301</b>	<b>19.535</b>	<b>17.959</b>
<b>Total costos operacionales</b>	<b>80.735</b>	<b>79.550</b>	<b>77.190</b>	<b>76.257</b>	<b>20.300</b>	<b>18.671</b>
<b>% sobre ingresos</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1T-20</b>	<b>1T-21</b>
Costo de ventas	71,77%	71,53%	70,31%	70,24%	70,36%	70,00%
Costos de distribución	1,09%	1,24%	1,36%	1,35%	1,42%	1,27%
Gastos de administración sin (i)	20,86%	20,61%	19,70%	20,38%	19,34%	19,70%
(i) Depreciación y amortización	2,13%	2,18%	3,75%	3,71%	3,61%	3,61%
Otros gastos, por función	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,21%	0,00%
<b>Costos operacionales sin (i)</b>	<b>93,72%</b>	<b>93,38%</b>	<b>91,37%</b>	<b>91,97%</b>	<b>92,33%</b>	<b>90,97%</b>
<b>Total costos operacionales</b>	<b>95,85%</b>	<b>95,55%</b>	<b>95,12%</b>	<b>95,68%</b>	<b>95,94%</b>	<b>94,58%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados de SMU

Como se puede observar en la tabla 19, el costo de venta ha disminuido de forma consistente, pasando del 71,77% de los ingresos en el ejercicio 2017 al 70,24% de los ingresos en 2020, y además ha disminuido 0,36 puntos porcentuales (p.p.) entre el 1T-2020 y 1T-2021.. La mayor caída interanual en puntos porcentuales ocurre en 2019 respecto a 2018, en 1,22 p.p. Esta caída se debe a una mayor eficiencia operacional (SMU, 2019a).



Los costos de distribución disminuyeron en monto en UF, pero aumentaron como porcentaje de los ingresos. Acorde a lo expuesto en el Análisis Razonado al cierre del 2019, el aumento de los gastos de distribución del año respecto al 2018 es consecuencia de la centralización de la distribución que se encuentra desarrollando SMU en todos sus formatos, así como también del mayor costo de combustible, el aumento del tipo de cambio y la inflación (SMU, 2019a).

En los gastos de administración (excluidos depreciación y amortización), no se ve una tendencia clara al alza o a la baja, pues esta cuenta había disminuido hasta el 2019, pero luego aumenta en el 2020 en 0,68 p.p., lo que se explica principalmente por el aumento de la cuenta de Seguros en 0,33 p.p., lo que es una consecuencia directa de los impactos del estallido social. Otro costo importante que explica este aumento en 2020 son los gastos excepcionales asociados al COVID-19, por un monto de CLP\$ 9.316 millones durante este año (SMU, 2019c); esta cifra equivale al 0,40% de los ingresos del 2020, lo cual explica gran parte del aumento de gastos de administración como porcentaje sobre los ingresos. Además, ha aumentado 0,36 p.p. entre el 1T-2020 y el 1T-2021, de los cuales 0,16 p.p. corresponden a Seguros.

A nivel agregado, los costos operacionales excluyendo depreciación y amortización del 2020 aumentaron en 0,60 p.p. respecto al 2019, lo que terminó con la tendencia bajista de los costos en el periodo 2017-2019. De todas formas, es importante destacar que por segundo año consecutivo los costos operacionales excluyendo depreciación y amortización equivalen a menos del 92% de los ingresos, con un valor promedio de 91,67% de los ingresos en los años 2019-2020, mientras que el promedio de los años 2017-2018 fue 93,55% (1,88 p.p. mayor). Esta disminución, es el reflejo de la gestión de SMU, cuyos dos últimos planes trienales (2017-2019 y 2020-2022) tienen como uno de sus pilares la eficiencia operacional.

### **5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa**

En la tabla 20 se presenta la evolución del resultado no operacional de SMU entre el ejercicio del 2017 y el 2021-1T, a nivel detallado.

**Tabla 20. Apertura de resultado no operacional de SMU entre 2017 y 2021-1T**

<b>miles de UF</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1T-20</b>	<b>1T-21</b>
Ingresos financieros	38	46	27	33	9	19
Costos financieros	-2.468	-2.033	-1.768	-1.702	-426	-437
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	-73	-108	-118	-33	-16	-1
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	302	24	17	-21	-23	-1
Resultados por unidades de reajuste	-373	-650	-403	-389	-139	-208
<b>Total cuentas no operacionales</b>	<b>-2.575</b>	<b>-2.722</b>	<b>-2.244</b>	<b>-2.112</b>	<b>-595</b>	<b>-628</b>
<b>% sobre ingresos</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1T-20</b>	<b>1T-21</b>
Ingresos financieros	0,05%	0,06%	0,03%	0,04%	0,04%	0,10%
Costos financieros	-2,93%	-2,44%	-2,18%	-2,14%	-2,01%	-2,21%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	-0,09%	-0,13%	-0,15%	-0,04%	-0,08%	-0,01%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	0,36%	0,03%	0,02%	-0,03%	-0,11%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste	-0,44%	-0,78%	-0,50%	-0,49%	-0,66%	-1,06%
<b>Total cuentas no operacionales</b>	<b>-3,06%</b>	<b>-3,27%</b>	<b>-2,77%</b>	<b>-2,65%</b>	<b>-2,81%</b>	<b>-3,18%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados de SMU

Como se puede observar en la tabla 20, la mayor cuenta del resultado no operacional, los costos financieros, han disminuido año a año entre el 2017 y el 2020, pasando de 2,93% de los ingresos al 2,14% de los ingresos. Destaca sobre todo la caída del año 2018 al 2019, en 0,26 p.p., la cual se explica en gran parte por el cambio de norma a NIIF 16: los contratos de arriendo bajo la norma antigua calificaban como leasings operativos y, por lo tanto, no devengaban intereses.

## 5.4. Análisis de márgenes de la empresa

En la tabla 21 se presenta la evolución los márgenes del Estado de Resultado de SMU entre el ejercicio del 2017 y el 2021-1T.

**Tabla 21. Márgenes del Estado de Resultado de SMU entre 2017 y 2021-1T**

% sobre ingresos	2017	2018	2019	2020	1T-20	1T-21
Margen bruto	28,23%	28,47%	29,69%	29,76%	29,64%	30,00%
Margen operacional	4,16%	4,47%	4,87%	4,30%	5,30%	5,42%
Margen EBITDA	6,29%	6,65%	8,62%	8,00%	8,91%	9,03%
Margen neto	1,22%	1,44%	1,51%	1,29%	1,14%	0,87%

*Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados de SMU*

Como se puede observar en la tabla 21 el margen bruto (ingresos-costos operacionales), ha aumentado de forma consistente en el tiempo, aumentando 1,53 p.p. sobre los ingresos entre 2017 y 2020, y además ha aumentado 0,36 p.p. entre el 1T-2020 y el 1T-2021. Este aumento consistente, es positivo para el Estado de Resultados de SMU. Cabe mencionar, que parte del aumento relevante de este margen en 2019 es producto del pago por el seguro de lucro cesante en la línea de ingresos, sin una contrapartida en costos (SMU, 2019a), lo que explica 0,37 p.p. del aumento del margen bruto.

En 2020, la cifra por lucro cesante es poco más de la mitad que la del 2019 y solo es 0,20 pp del margen bruto. Es decir, sin considerar efectos del pago del lucro cesante, el 2020 presenta un margen bruto 0,24 p.p. mayor que el 2019. Esta mejora, es reflejo de las medidas que ha tomado SMU en torno al pilar estratégico de eficiencia operacional, como el rediseño de procesos en tiendas, optimización logística de locales de menor tamaño (programa piloto en 30 locales con mejoras en centralización, reposición interna, planogramación e integración de los modelos de gestión y desarrollo de personas) y una serie de iniciativas de digitalización, como la implementación del Workforce Management System, la instalación de self-checkout para mejorar la experiencia en caja, entre otras (SMU, 2020c).

El margen operacional ha aumentado entre el 2017 y 2019 (en 0,71 p.p.), sin embargo, disminuyó durante el año 2020 en 0,57 p.p., cayendo de 4,87% a 4,30%. Como se comentó en el punto anterior, el costo de venta cayó en 0,07 p.p., de forma que la caída del margen operacional se debe a cuentas de gastos de administración y ventas, destacando seguros y servicios informáticos, los cuales aumentaron en 0,33 p.p. y 0,15 p.p. como porcentaje sobre los ingresos.

Respecto al aumento del costo de seguros, esto se debió a los mayores costos de las coberturas en la renovación de las pólizas, debido al aumento de siniestralidad luego de los hechos ocurridos a partir del 18 de octubre del año 2019 (SMU, 2020e).

Como se puede ver en la tabla 21, el EBITDA mejora año a año entre 2017 (6,29%) y 2019 (8,62%). Si bien cae durante el 2020 (8%), de todas formas, hay una mejora de 1,71 p.p. durante el periodo. Este aumento porcentual es mayor que en margen bruto (1,54 p.p.) y en el margen operacional (solo 0,13 p.p.), lo que se explica en parte importante por el aumento de la cuenta de la depreciación y amortización sobre los ingresos, que pasó de 2,13% a 3,71% sobre los ingresos de 2017 a 2020 (aumento de 1,58 p.p.). Como se mencionó anteriormente en este informe, este aumento en la cuenta de depreciación y amortización es el reflejo de la aplicación de la norma NIIF 16.

El margen neto, al igual que el operacional y el EBITDA, aumentó año a año entre 2017 (1,22%) y 2019 (1,51%), pero se redujo en 2020 (1,29%) y tuvo un aumento positivo en el periodo 2017-2020 (0,07 p.p.). Esta mejora, es el resultado de una mayor eficiencia operacional, que se mencionaron más arriba en la mejora del margen bruto.

Cabe destacar las siguientes cuentas no operacionales, que cambiaron de forma importante en el periodo analizado. Por un lado, los costos financieros sobre los ingresos disminuyeron en 0,80 p.p. entre 2017 y 2020, lo cual se explica en gran parte por el cambio de norma a NIIF 16: los contratos de arriendo bajo la norma antigua calificaban como leasings operativos y, por lo tanto, no devengaban intereses. Por otro lado, destaca la cuenta ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera, la cual cayó en -0,39 p.p. sobre los ingresos entre 2017 y 2020, pasando de MUF 302 en 2017 a MUF -21 en 2020.

Cabe destacar que mientras en 2017 y 2018 el margen EBITDA de SMU se encontraba entre el 6% y 7%, mientras que en 2019 y 2020 resultó estar entre el 8% y 9%, lo que da cuenta de la mejora en SMU

## 5.5. Análisis de los activos de la empresa

### 5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

En la tabla 22 se presentan las cuentas agrupadas de activos, las cuales se clasifican en operacional y no operacional, y además en corrientes y no corrientes.

**Tabla 22. Activos agrupados y categorizados de SMU al 31 de marzo de 2021**

Tipo de activos (en miles de UF)	Al 31/Mar/21	Operacional	No operacional	Corriente / NC
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.275	x		Corrientes
Otros activos financieros corrientes	1		x	Corrientes
Otros activos no financieros corrientes	616	x		Corrientes
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	2.366	x		Corrientes
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	539	x		Corrientes
Inventarios corrientes	6.963	x		Corrientes
Activos por impuestos corrientes, corrientes	107	x		Corrientes
Otros activos financieros no corrientes	9		x	No corrientes
Otros activos no financieros no corrientes	88	x		No corrientes
Cuentas por cobrar no corrientes	53	x		No corrientes
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	479	x		No corrientes
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.985	x		No corrientes
Plusvalía	16.153	x		No corrientes
Propiedades, planta y equipo	9.426	x		No corrientes
Activos por impuestos diferidos	14.696		x	No corrientes
Activos por derecho de uso	14.155	x		No corrientes

Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados de SMU

Se definieron como activos operacionales aquellos que están relacionados directamente con el desarrollo y operación del giro de SMU.

En vista de lo anterior, son activos no operacionales los otros activos financieros, tanto corrientes como no corrientes y los activos por impuestos diferidos, puesto que no son parte del giro o actividad de negocio de la empresa, que en este caso corresponde a la actividad de venta de productos en supermercados minoristas y mayoristas.

## 5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

En la tabla 23 se presentan las distintas partidas que componen el capital de trabajo operativo neto.

**Tabla 23. Evolución capital de trabajo neto de SMU**

Tipo de activos (en miles de UF)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21*
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.125	2.998	1.795	6.801	8.780
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.757	2.089	3.243	3.148	3.157
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	536	317	54	545	1.035
Inventarios corrientes	7.245	7.072	6.914	6.492	6.308
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	-15.462	-15.174	-13.524	-12.471	-12.870
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	-125	-144	-66	-40	-33
<b>Capital de trabajo operativo neto (CTON)</b>	<b>-1.925</b>	<b>-2.842</b>	<b>-1.584</b>	<b>4.476</b>	<b>6.377</b>
Ingresos operacionales	84.230	83.252	81.148	79.703	78.286
<b>CTON / Ingresos (%)</b>	<b>-2,29%</b>	<b>-3,41%</b>	<b>-1,95%</b>	<b>5,62%</b>	<b>8,15%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados de SMU

\* Los valores de esta columna hacen referencia al acumulado de los últimos 12 meses, no solamente al cierre del 1T-2021.

La fórmula del capital de trabajo neto (CTON) propuesta por Carlos Maquieira es:

$$\text{CTON} = \text{Efectivo y equivalente} + \text{cuentas por cobrar} + \text{valores negociables} + \text{inventarios} \\ - \text{cuentas por pagar (proveedores + acreedores varios)}$$

Como se puede observar en la tabla 23, el CTON sobre los ingresos, llegó a su punto más bajo en 2018 (-3,41%), y desde ese momento ha aumentado año a año hasta llegar a 5,62% al cierre del 2020 y a 8,15% al 31 de marzo de 2021. De la tabla 23, se observa que las cuentas que más

aportan para aumentar el capital de trabajo son el aumento de efectivo y equivalentes al efectivo, la disminución de cuentas por pagar corrientes y otras cuentas por pagar y el aumento de deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes. La primera cuenta, es la única que no está relacionada con un cliente o proveedor, y da cuenta del esfuerzo de la organización por mejorar la capacidad financiera de SMU al aumentar estos fondos (en vez de gastarlos, invertirlos o aumentar dividendos), pues esta cuenta es la de más fácil acceso en caso de necesidad de algún gasto o aumento de costo imprevisto que estrese las finanzas de SMU.

Sin embargo, el aumento del capital de trabajo durante el primer trimestre del 2021 se debe a algo transitorio, pues el aumento en la cuenta de efectivo y equivalente al efectivo se debe a la colocación de un bono.

### 5.5.3. Inversiones

En la tabla 24 se presentan la evolución de los montos de inversión y de depreciación y amortización de cada periodo, así como su relación con los ingresos.

**Tabla 24. Evolución inversiones y depreciación más amortización de SMU**

miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21*
Compras de propiedad, planta y equipos	652	1.385	1.256	910	870
Compras de activos intangibles	390	276	194	196	196
<b>Total inversiones</b>	<b>1.042</b>	<b>1.661</b>	<b>1.450</b>	<b>1.106</b>	<b>1.066</b>
Ingresos operacionales	84.230	83.252	81.148	79.703	78.286
% inversiones sobre los ingresos	1,24%	1,99%	1,79%	1,39%	1,36%
Depreciación y amortización	1.792	1.812	3.046	2.957	2.904
% dep. y amor. sobre inversiones	172,05%	109,12%	210,03%	267,43%	272,43%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes de resultados de SMU

\* Los valores de esta columna hacen referencia al acumulado de los últimos 12 meses, no solamente al cierre del 1T-2021.

Como se puede observar en la tabla 24, las inversiones sobre los ingresos han disminuido desde el ejercicio 2018 hasta marzo 2021 (acumulado 12 meses). En particular, la caída entre 2020 y 2019 en MUF -344 se explica por las consecuencias del estallido social y del Covid-19, pues “no estaban las condiciones de seguridad necesarias para avanzar con algunos proyectos, tales

como remodelaciones y nuevas aperturas. Adicionalmente, el plan se vio afectado por las restricciones de la contingencia sanitaria” (SMU, 2020c).

En cuanto a la cuenta de depreciación y amortización, el aumento relevante entre el 2018 y 2019 se debe a los efectos de la NIIF 16. Como se observa en la última línea de la tabla 24, la depreciación y amortización equivale a 2,7 veces la cuenta de inversiones en el acumulado a marzo de 2021, lo que da cuenta de que la organización no está invirtiendo lo suficiente siquiera para la renovación de los activos que se deprecian y ha dejado atrás la fase de crecimiento inorgánico. Lo anterior, va en línea con que en 2019 solo se abrieron 3 supermercados Unimarc y en 2020 solo se abrió un supermercado (en Perú). Por lo tanto, incluso en el caso de que SMU no buscase abrir nuevos locales, para que la organización pueda mantener la capacidad generadora de flujos en el futuro debe aumentar los niveles de inversión (en este caso sería principalmente inversión por reposición), y de esta forma el indicador de depreciación y amortizaciones sobre inversiones será menor o igual a 100%.

## 5.6. Análisis de crecimiento de la industria

Para el crecimiento de la industria en la cual participa SMU, se consideran los datos de Euromonitor (2021), los cuales se presentan en la tabla 25.

**Tabla 25. Crecimiento anual de ventas del sector retail en Chile y Perú entre 2021 al 2025**

País	2021	2022	2023	2024	2025
Chile	9,80%	8,40%	7,70%	6,60%	6,10%
Perú	13,70%	11,30%	9,90%	8,50%	7,50%

*Fuente: Elaboración propia en base a información de Euromonitor. El crecimiento se considera sobre ingreso en moneda local*

Para ambos países se vislumbran crecimientos anuales decrecientes en las ventas del Retail. El crecimiento se mueve en un intervalo más amplio para Perú (6.2 p.p.) que para Chile (3.7 p.p.), con un promedio de 10,18% y 7,72%, respectivamente.



## 6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

### 6.1. Ingresos operacionales proyectados

A continuación, se presentan las proyecciones de los ingresos. Éstas se estimaron en base a un análisis delimitado por país, en donde se analizaron las tendencias desde el 2017 al 2020. El supuesto utilizado para la proyección de los ingresos de SMU S.A. es el siguiente:

Para estimar el crecimiento de SMU se proyectó tanto los ingresos de los locales con los que ya cuenta SMU al 31 de marzo de 2021 (6.1.1), como por la apertura de nuevos locales (6.1.2), acorde al plan trienal 2020-2022.

Cabe destacar que las metodologías de proyección de ingresos proyectan los montos para el año 2021 completo, pero ya se conoce el estado de resultado del primer trimestre de este año (último estado de resultados que se considera como información para este informe). Para la valorización de SMU se consideran los tres trimestres restantes del 2021, pues estos son efectivamente flujos futuros a partir del 31 de marzo de 2021, por lo cual al dato del 2021 proyectado se le resta el valor (real) del primer trimestre. Esta resta, aplica para todas las proyecciones del estado de resultados para el año 2021, es decir, costos, depreciación y amortización, inversiones, etc.

#### 6.1.1. Crecimiento de ingresos de locales existentes

Para la proyección de los locales existentes al 31 de marzo, se considera el promedio anual de la evolución de las ventas de locales equivalentes (información que se presenta en los análisis razonados) entre los años 2016 y 2020. Luego, este valor se ajusta por la inflación promedio del periodo (2,49%) y finalmente se lleva a nivel trimestral, lo que se puede observar en la tabla 26.

Tabla 26. Evolución promedio de las ventas de locales equivalentes

	Anual		Trimestral	
	nominal	real	nominal	real
Unimarc	2,36%	-0,13%	0,58%	-0,03%
Mayoristas Chile	3,36%	0,87%	0,83%	0,22%
Mayoristas Perú	5,06%	2,57%	1,24%	0,64%

Fuente: Elaboración propia en base a análisis razonados de SMU

La columna relevante para la proyección es la del crecimiento trimestral real, los cuales se aplican a los ingresos de las cadenas respectivas de SMU en el 2020, base de la proyección. En función de estos crecimientos, se obtiene un crecimiento total promedio real anual de SMU de 0,20%.

### **6.1.2. Ingresos proyectados de nuevos locales**

Para la proyección de la apertura de locales, se considera la información de apertura del grupo entre el primer trimestre del 2020 y el primer trimestre del 2021. Durante estos cinco trimestres, solo se inauguraron locales en las cadenas de Unimarc y en los mayoristas de Perú. Respecto a Unimarc, en este periodo solo hubo una única apertura, en el 2021-1T, periodo en el cual también hubo un cierre, por lo que este trimestre no hay aperturas netas (aperturas – clausura de locales) (SMU, 2021a). Respecto a mayoristas en Perú, hubo una apertura en el 2020-4T y otra apertura en el 2021-1T, periodo en el cual hubo dos cierres, por lo que tuvo un total de -1 aperturas netas en dicho trimestre (SMU, 2021a).

Se considera la apertura de 50 locales en el grupo SMU para los años 2021-2023 según el plan trienal 2020-2022. Para distribuir la apertura de locales entre Unimarc y mayoristas en Perú, se considera la distribución de locales de supermercados actuales de estas cadenas en cada país. Al cierre de diciembre hay un total de 378 supermercados en Chile (283 Unimarc y 95 mayoristas), mientras que en Perú solo hay 24 supermercados (todos mayoristas). En vista de estos números, se proyecta una apertura de 47 locales en Chile (todos en Unimarc) y de 3 supermercados mayoristas en Perú.

La información del 1er trimestre es una apertura neta de 0 locales en Chile y de -1 locales en Perú (puesto que cerraron dos supermercados, pero solo abrió uno). Se considera que estas cifras, no se deben considerar como parte de los 50 locales que se esperan abrir en 2021-2023.

La información anterior, tanto las cifras de aperturas netas de locales del 2021-1T, como la forma en que se distribuyen los 50 locales en el periodo 2021-2023 se muestran en la table 27.

**Tabla 27. Crecimiento anual de ventas del sector retail en Chile y Perú entre 2021 al 2025**

		Chile	Perú	Total	Total acumulado
Año 1	Trimestre 1	0	-1	-1	
Año 1	Trimestre 2	4		4	4
Año 1	Trimestre 3	4		4	8
Año 1	Trimestre 4	5	1	6	14
Año 2	Trimestre 1	4		4	18
Año 2	Trimestre 2	4		4	22
Año 2	Trimestre 3	4		4	26
Año 2	Trimestre 4	5	1	6	32
Año 3	Trimestre 1	4		4	36
Año 3	Trimestre 2	4		4	40
Año 3	Trimestre 3	4		4	44
Año 3	Trimestre 4	5	1	6	50
Año 4	Trimestre 1	4		4	54
Año 4	Trimestre 2	4		4	58
Año 4	Trimestre 3	4		4	62
Año 4	Trimestre 4	5	1	6	68
Año 5	Trimestre 1	4		4	72
Año 5	Trimestre 2	4		4	76
Año 5	Trimestre 3	4		4	80
Año 5	Trimestre 4	5	1	6	86

Fuente: Elaboración propia

Para la proyección de la tabla 27, se proyecta que SMU también abrirá locales en los años 2024 y 2025, con la misma cantidad de aperturas de locales por año del periodo 2021-2023.

Para determinar los ingresos que aportaran estos nuevos locales, se necesita obtener la superficie promedio de los locales de SMU y los ingresos trimestrales por superficie, tanto para Chile como para Perú. En base a la información en el Análisis Razonado de SMU del 2021-1T (SMU, 2021a), Unimarc cuenta 346.000 m<sup>2</sup> al cierre del 2021-1T para un total de 283 locales, mientras que en Perú hay 24 supermercados, con una superficie conjunta de 18.000 m<sup>2</sup>. En base

a lo anterior, la superficie de un Unimarc promedio es de 1.223 m<sup>2</sup>, mientras que la de un mayorista en Perú es de 750 m<sup>2</sup>.

Para la venta promedio por m<sup>2</sup>, este indicador se puede obtener de los análisis razonados de SMU. El promedio de la venta trimestral por m<sup>2</sup> entre el 2019-1T y el 2020-4T es de UF 38,39 para los locales de Unimarc y de UF 24,19 para los mayoristas de Perú.

Otro supuesto, para la modelación de ingresos de nuevos locales, es que los locales que se abren en un trimestre empiezan a generar ingresos en el siguiente trimestre, no en el mismo de apertura.

En la tabla 28 se presenta la proyección de ingresos y del crecimiento anual de las ventas que aportarían la apertura de los nuevos locales.

**Tabla 28. Aumento de ingresos por nuevos locales de SMU**

	Nuevos Locales					Crecimiento anual		
	Aumento marg. en miles de UF		Aumento acumulado en miles de UF			Chile	Perú	Total
	Chile	Perú	Chile	Perú	Total			
Año 1								
Año 1								
Año 1	188	0	188	0	188			
Año 1	188	0	375	0	375	0,7%	0,0%	0,7%
Año 2	235	18	610	18	628			
Año 2	188	0	798	18	816			
Año 2	188	0	986	18	1.004			
Año 2	188	0	1.173	18	1.191	3,9%	3,8%	3,9%
Año 3	235	18	1.408	36	1.444			
Año 3	188	0	1.596	36	1.632			
Año 3	188	0	1.783	36	1.820			
Año 3	188	0	1.971	36	2.008	4,0%	3,4%	4,0%
Año 4	235	18	2.206	54	2.260			
Año 4	188	0	2.394	54	2.448			
Año 4	188	0	2.581	54	2.636			
Año 4	188	0	2.769	54	2.824	3,8%	3,2%	3,8%
Año 5	235	18	3.004	73	3.076			
Año 5	188	0	3.192	73	3.264			
Año 5	188	0	3.379	73	3.452			
Año 5	188	0	3.567	73	3.640	3,7%	3,1%	3,7%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 28, entre el 2022 y el 2025, el aumento de los ingresos por los nuevos locales impacta en un crecimiento anual de los ingresos entre un 3,7% y 4%. Este aumento, por tanto, es bastante mayor al aumento de los ingresos por los locales ya existentes al 31 de marzo de 2021.

Al combinar los incrementos por nuevos locales como por el crecimiento de las ventas de los locales existentes al 31 de marzo de 2021, se obtienen los siguientes ingresos y porcentajes de crecimiento en cada país: en la tabla 29 se presentan los ingresos proyectados para SMU en Chile, en la tabla 30 el crecimiento de los ingresos de SMU en Chile, en la tabla 31 se presentan los ingresos proyectados para SMU en Perú, en la tabla 32 el crecimiento de los ingresos de SMU en Perú y finalmente en la tabla 33 se presenta la proyección de los ingresos consolidados de SMU.

**Tabla 29. Ingresos Chile proyectados T-9 2021-2025 SMU S.A. en miles de UF**

País	T-9 2021	2022	2023	2024	2025
CHILE	57.083	79.700	83.010	86.322	89.636

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 30. Crecimiento Chile proyectado T-9 2021-2025 SMU S.A (%)**

País	T-9 2021	2022	2023	2024	2025
CHILE	0,7%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 31. Ingresos Perú proyectados T-9 2021-2025 SMU S.A en miles de UF**

País	T-9 2021	2022	2023	2024	2025
PERÚ	1.507	2.127	2.252	2.379	2.507

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 32. Crecimiento Perú proyectado T-9 2021-2025 SMU S.A (%)**

País	T-9 2021	2022	2023	2024	2025
PERÚ	-4,2%	12,7%	5,9%	5,6%	5,4%

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 33. Ingresos consolidados proyectados T-9 2021-2025 SMU S.A en miles de UF**

CONSOLIDADO	T-9 2021	2022	2023	2024	2025
CHILE + PERÚ	58.589	81.827	85.262	88.701	92.143

Fuente: Elaboración propia

## 6.2. Proyección de costos de operación, otros gastos e ingresos

Ahora se presenta la proyección de los costos y gastos de operación, otros gastos e ingresos para los cuales se utiliza los siguientes supuestos.

- Costos de venta: Para la proyección se utiliza el promedio anual entre los años 2017 y 2020 del porcentaje sobre los ingresos, cuyo valor es de un -70,96% de los ingresos totales.
- Costos de distribución: Se proyectaron en base al promedio anual entre los años 2017 y 2020 del porcentaje sobre los ingresos. En promedio representan un -1,17% de los ingresos totales.
- Gastos de administración: Esta partida genera un gran impacto dentro del estado de resultado en los años analizados. Se utiliza el promedio anual entre los años 2017 y 2020 del porcentaje sobre los ingresos, es decir, un -22,88% de los ingresos totales de SMU S.A.
- Otras ganancias (pérdidas): Esta partida del resultado tiene un promedio anual entre los años 2017 y 2020 de un -0,26% como porcentaje sobre los ingresos, cuyo valor es el supuesto a utilizar para su proyección.

Con estos supuestos, la proyección de los de costos de operación, otros gastos e ingresos se muestra en la tabla 34.

**Tabla 34. Proyección de costos de operación, otros gastos e ingresos SMU S.A. (UF)**

Montos en miles de UF	T-9 2021	2022	2023	2024	2025
Costo de ventas	-41.577	-58.067	-60.505	-62.946	-65.388
Costos de distribución	-683	-953	-993	-1.034	-1.074
Gastos de administración	-13.407	-18.724	-19.511	-20.298	-21.085
Otras ganancias (pérdidas)	-154	-216	-225	-234	-243

Fuente: Elaboración propia

### 6.3. Resultado no operacional proyectado

A continuación, en la tabla 35 se presenta la proyección del resultado no operacional de SMU S.A.

Tabla 35. Proyección de resultado no operacional SMU (MUF)

En miles de UF	1 a 4T 202	2022	2023	2024	2025
Ingresos financieros	15	36	37	39	40
Costos financieros	-1.460	-1.982	-2.065	-2.148	-2.232
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	-30	-29	-28	-26	-25
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultados por unidades de reajuste	-165	-390	-406	-422	-439

Fuente: Elaboración propia

Los supuestos utilizados para la proyección del resultado no operacional son los siguientes:

- **Ingresos financieros:** Para la proyección se utiliza el promedio anual entre los años 2017 y 2020 del porcentaje sobre los ingresos, cuyo valor es de un 0,04% de los ingresos totales.
- **Costos financieros:** Como se puede observar en las notas financieras del Estado de Resultados de SMU al cuarto trimestre de 2020, un 64,48% de los costos financieros corresponden a intereses por obligaciones por derechos de uso o Intereses por derechos de uso con opción de compra (SMU, 2020a). Estas dos cuentas se asocian al arriendo de locales de SMU, por lo anterior, se puede usar como supuesto que están relacionadas a los ingresos (a más locales, más ingresos y también más interés por derechos de usos). Por lo anterior, como gran parte de esta cuenta se puede considerar ligada a los ingresos, para la proyección se utiliza el promedio anual entre los años 2017 y 2020 del porcentaje sobre los ingresos, cuyo valor es de un -2,42% de los ingresos totales.
- **Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas:** En esta cuenta se proyecta la utilidad o pérdida de SMU en las distintas sociedades donde tiene participación, pero no control. Por lo anterior, esta cuenta no tiene sentido que se proyecte como porcentaje de los ingresos, pues no son cuentas propias de SMU, como si son los costos de ventas, costos financieros, depreciación y amortización, etc. Por lo anterior, para proyectar, se tomará como punto de partida, el valor del año 2020, el cual disminuirá año a año en MUF



en un 5,25%. Este porcentaje, corresponde a la variación promedio anual, entre los distintos años del periodo 2017-2020.

- Diferencias de cambio: Por un lado, es complejo de estimar la variación en el tipo de cambio y, por otro lado, esta cuenta tiene muy poco peso en los resultados, y además en distintos años puede tener distinto signo, por ejemplo en 2019 fue un 0,2% sobre los ingresos y en 2020 fue -0,3% de los ingresos. Por lo anterior, esta cuenta quedará con valor nulo en la proyección.
- Resultados por unidades de reajuste: Para los años 2017, 2019 y 2020 esta cuenta se mueve en un rango acotado como porcentaje sobre los ingresos, entre el -0,44% y -0,50%, con un promedio de -0,48%. Se usará este promedio para la proyección.

## 6.4. Impuesto corporativo proyectado

Para la proyección del Estado de Resultados se mantiene el uso de un 27% para el impuesto corporativo. En la tabla 36, se muestra el impuesto proyectado de SMU en base a la proyección del estado de resultado (6.5).

Tabla 36. Proyección de impuestos a las ganancias de SMU (MUF)

En miles de UF	2T a 4T 2021	2022	2023	2024	2025
Gasto por impuestos a las ganancias	-289	-381	-389	-395	-400

Fuente: Elaboración propia

## 6.5. Proyección del estado de resultado (UF)

Finalmente, en la tabla 37 se presenta el estado de resultado proyectado para SMU S.A. en miles de UF hasta el año 2025 años.

**Tabla 37. Estado de resultado proyectado T-9 2021-2025 SMU S.A (%)**

En miles de UF	2T a 4T 2021	2022	2023	2024	2025
Ingreso por actividades ordinarias	58.589	81.827	85.262	88.701	92.143
Costo de ventas	-41.577	-58.067	-60.505	-62.946	-65.388
Ganancia bruta	17.012	23.759	24.757	25.755	26.755
Costos de distribución	-683	-953	-993	-1.034	-1.074
Gastos de administración	-13.407	-18.724	-19.511	-20.298	-21.085
Otras ganancias (pérdidas)	-154	-216	-225	-234	-243
Ganancias (pérdidas) de act. operacionales	2.768	3.866	4.028	4.191	4.353
Ingresos financieros	15	36	37	39	40
Costos financieros	-1.460	-1.982	-2.065	-2.148	-2.232
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	-30	-29	-28	-26	-25
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	-165	-390	-406	-422	-439
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.129	1.501	1.567	1.632	1.698
Gasto por impuestos a las ganancias	-305	-405	-423	-441	-459
Ganancia (pérdida)	824	1.096	1.144	1.192	1.240

Fuente: Elaboración propia

## 6.6. Proyección del estado de resultado (%)

En la tabla 38 se muestra el estado de resultado proyectado para SMU S.A. hasta el año 2025 en porcentaje de los ingresos.

**Tabla 38. Estado de resultado proyectado T-9 2021-2025 SMU S.A (%)**

% sobre los ingresos proyectados	2T a 4T 2021	2022	2023	2024	2025
Ingreso por actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-70,96%	-70,96%	-70,96%	-70,96%	-70,96%
Margen bruto	29,04%	29,04%	29,04%	29,04%	29,04%
Costos de distribución	-1,17%	-1,17%	-1,17%	-1,17%	-1,17%
Gastos de administración	-22,88%	-22,88%	-22,88%	-22,88%	-22,88%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%
Margen Operacional	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%
Ingresos financieros	0,03%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Costos financieros	-2,49%	-2,42%	-2,42%	-2,42%	-2,42%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	-0,05%	-0,04%	-0,03%	-0,03%	-0,03%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste	-0,28%	-0,48%	-0,48%	-0,48%	-0,48%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1,93%	1,83%	1,84%	1,84%	1,84%
Gasto por impuestos a las ganancias	-0,52%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Margen neto	1,41%	1,34%	1,34%	1,34%	1,35%

Fuente: Elaboración propia

En la proyección del Estado de Resultados como porcentaje de los ingresos de la tabla 38, se puede observar que, por la modelación y los supuestos, el margen bruto y el margen operacional son fijos cada año por, con un porcentaje de 29,04% y 4,72%, respectivamente. Como se menciona en puntos anteriores, la tasa de impuesto usada es fija en 27%.

El Margen neto entre los años 2022 y 2025 se mueve entre 1,34% y 1,35%. El mayor valor en 2021 (entre el segundo y cuarto trimestre) se explica en gran parte porque el dato real del primer trimestre del 2021 en la cuenta de resultados por unidades de reajuste fue mayor al porcentaje sobre los ingresos proyectados. Este dato real de mayor porcentaje, se resta a la estimación del total del año 2021 proyectado, con lo cual, los flujos futuros de los trimestres dos al cuarto (-0,28%) terminan siendo menores al resto de los periodos proyectados (-0,48%) en +0,20 p.p. Lo inverso ocurre en costos financieros, lo cual contrarresta pero solo en una parte dicha diferencia.

## 7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

En esta sección se realiza la proyección del flujo de caja libre (FCL), el cual se compone de la suma y resta de los ítems que se muestran en la tabla 39:

Tabla 39. Ítems del FCL

<b>Flujo de Caja Libre (FCL)</b>
<b>EBIT (después de impuestos)</b>
(+) Depreciación y amortización
(-) Inversión en reposición
(-) Nuevas inversiones
(+/-) Liberación (Inversión) de CTON
<b>(=) Flujo de caja libre</b>

Fuente: Elaboración propia

### 7.1. Inversión en reposición y nuevas inversiones

Para la proyección de la inversión en reposición se considera que está será igual al valor de la depreciación anual proyectada, por lo que de esta forma SMU puede mantener la capacidad generadora de flujo de sus locales ya existentes. Para el cálculo de estos valores, se promedia se el porcentaje sobre ingresos (%) de la cuenta de depreciación y amortización entre 2019 y 2020 y se multiplica el promedio obtenido por los ingresos proyectados. No se consideraron los años 2017 y 2018 para el promedio, pues están afectados al no considerar estos años la NIIF 16.

Para las nuevas inversiones se consideró \$ 60.000 millones de pesos por año, tanto en el 2021 (SMU, 2020c) como en el 2022<sup>15</sup> (La Tercera, 2021). Como supuesto para los otros años de proyección, se considera que se invertirá el mismo monto en UF que para el 2021.

Con todos estos datos, se presenta en la tabla 40 la proyección en inversión en reposición y en nuevas inversiones.

---

<sup>15</sup> se considera que los montos son iguales en UF, considerando como valor de la UF la del 31 de diciembre de 2020

**Tabla 40. Proyección de inversión en reposición y en nuevas inversiones de SMU**

En miles de UF	2T a 4T 2021	2022	2023	2024	2025
Reinversiones	2.186	3.053	3.182	3.310	3.438
Nuevas inversiones	1.773	2.064	2.064	2.064	2.064
<b>Total Nuevas Inversiones</b>	<b>3.959</b>	<b>5.117</b>	<b>5.246</b>	<b>5.374</b>	<b>5.502</b>

Fuente: Elaboración propia

## **7.2. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto**

Utilizando la metodología propuesta por Carlos Maquieira (2010), se estimó el capital de trabajo operativo neto (CTON). Para poder realizar esto se realizó la siguiente relación:

$CTON = \text{Efectivo y equivalente} + \text{cuentas por cobrar} + \text{valores negociables} + \text{inventarios} - \text{cuentas por pagar (proveedores + acreedores varios)}$

Para el RCTON, se consideró 8,15%, que corresponde al porcentaje del periodo acumulado de 12 meses al 31 de marzo de 2021 (presentado en la tabla 23 del punto 5.5.2), pues en dicho periodo se abrieron un supermercado de Unimarc y uno en Perú, mientras que en el año completo solo se abrió un supermercado en Perú. Se descartan los otros años pues tienen RCTON negativo, lo que no va en línea con el plan de apertura de nuevos locales acorde al plan trienal 2021-2023, para lo cual SMU necesitará un RCTON positivo.

Por otro lado, se identifica el capital de trabajo operativo neto necesario año a año de la proyección, para que SMU S.A. pueda sostener sus ventas proyectadas. En vista de que SMU contempla un plan con el cual esperar abrir una gran cantidad de locales cada año, se modela que el capital de trabajo se necesita el año anterior a cada año de apertura de locales, para tener la mayor cantidad de efectivo e inventarios que requerirá la apertura de estos. Por lo anterior, a modo de ejemplo, el delta CTON del año 2024 sirve para el año de proyección 2025. Para el año 2021, el aumento del capital de trabajo necesario se produce en base a los datos conocidos al 31 de marzo de 2021: el RCTON de 12 meses acumulados a marzo de 2021 es el mayor de la ventana de tiempo analizada como se puede ver en la tabla 23 del punto 5.5.2, y es de hecho, el

valor que se ocupa para los años de proyección. Se asume, por tanto, que este aumento del RCTON da cuenta del capital de trabajo adicional que requerirá SMU para un año de apertura de locales. Este cálculo se muestra en la tabla 41.

**Tabla 41 Delta capital de trabajo operativo neto en MUF**

En miles de UF	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos de actividades ordinarias proyectados	78.331	81.827	85.262	88.701	92.143
CTON proyectado	6.381	6.665	6.945	7.225	7.506
<b>Delta CTON</b>	<b>-285</b>	<b>-280</b>	<b>-280</b>	<b>-280</b>	<b>-</b>

Fuente: Elaboración propia

Para el cálculo del CTON proyectado, se multiplican los ingresos de cada periodo por el 8,15% que se consideró como RCTON para la proyección. Como se puede ver en la tabla 41, el delta CTON es prácticamente el mismo todos los años por MUF -280, lo que tiene sentido con que el RCTON es contante, y con que los ingresos tienen un aumento anual en torno a los 3,5 millones de UF desde el 2022.

En la tabla 42, se presenta el cálculo del exceso (déficit) de capital de trabajo de SMU.

**Tabla 42 Delta capital de trabajo operativo neto en MUF**

CTON a marzo 2021*	6.377
CTON Proyectado 2021	6.381
<b>Exceso (déficit) de capital de trabajo</b>	<b>-4</b>

Fuente: Elaboración propia

\* Los valores de esta columna hacen referencia al acumulado de los últimos 12 meses, no solamente al cierre del 1T-2021.

Para el calculo de exceso (déficit) de capital de trabajo, al monto del CTON a marzo de 2021 (valor acumulado en 12 meses que se muestra en la tabla 23 del punto 5.5.2), se le resta el CTON proyectado para el 2021. La similitud de los montos se debe a que los ingresos del 2021 son solo 0,06% mayores a los ingresos entre 2T-2020 y 1-T 2021, además de que el RCTON es el mismo en ambos periodos, pues se eligió el RCTON a marzo de 2021 para la proyección.

### 7.3. Valor terminal

Para estimar el valor económico de SMU S.A. es necesario calcular el valor terminal. Para ello se utiliza el método sin crecimiento, lo que supone que desde 2026 en adelante la organización detiene su crecimiento y se calcula una perpetuidad el flujo de caja libre de ese año. Por lo anterior, el valor terminal se obtiene al dividir el flujo de caja libre del 2026 por la resta entre la tasa de costo de capital (que se calcula en el punto 4.7) y la tasa de crecimiento de los flujos de caja, y dicha división se suma a los flujos del 2025, último año de la proyección. En la tabla 42 se presenta el valor terminal de SMU, junto a ítems relevantes para su cálculo.

**Tabla 42 Valor terminal de SMU en base a descontar los flujos desde el año 2026 en adelante (periodo de perpetuidad)**

<b>En miles de UF</b>	<b>2026 en adelante</b>
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>1.240</b>
Depreciación/Amortización	3.438
Inversión en reposición	-3.438
Ingresos financieros despues de impuestos	-29
Gastos financieros despues de impuestos	1.629
Otros egresos fuera de la explotación despues de	-177
Diferencia de cambio	-
Corrección monetaria	439
<b>Flujo de Caja Libre MUF</b>	<b>3.101</b>

<b>Costo de Capital</b>	<b>4,52%</b>
<b>Tasa de crecimiento de los flujos de caja</b>	<b>0,00%</b>
<b>Valor terminal de los años en perpetuidad</b>	<b>68.656</b>

Fuente: Elaboración propia

Para el cálculo del FCL se utilizan los siguientes supuestos:

- Se asume que los ingresos de SMU tienen crecimiento nulo. Como se puede ver en la tabla 26 del punto 6.1.1., el crecimiento promedio ponderado de los ingresos de SMU es de apenas un 0,2%. En cuanto a Unimarc, cadena de mayor peso en el holding, el crecimiento es levemente negativo (-0,03%). Esta cadena, por su magnitud, tiene un valor más estable de crecimiento promedio en los últimos dos años, y puede ser más fiable para estimar cómo será el comportamiento del resto de las cadenas, menos consolidadas, a perpetuidad. Tanto la cifra global como la cifra particular de Unimarc son bastante cercanas al crecimiento nulo, por lo que se aproximará el crecimiento de los ingresos al 0,00%.

- Se mantienen constantes los gastos operacionales, otros gastos, otras ganancias y las cuentas no operacionales.
- La tasa de impuesto utilizada en el flujo perpetuo es de un 27,0%
- Al no haber crecimiento en los ingresos de SMU S.A. la depreciación es igual a la del flujo del año 2025. Además, se asume que la inversión en reposición es menor o igual a la depreciación con la finalidad de mantener constantes ambos montos.
- En vista de los puntos anteriores, la tasa de crecimiento de los flujos de caja se estima en un 0%, es decir, que no habrá crecimiento de los flujos de caja para la valorización del valor terminal.

## 7.4. Flujos de Caja Libre Proyectados

A continuación, en la tabla 44 se presenta la proyección de flujo de caja libre de SMU para el periodo de proyección, 2T-2021 al 2025, incluyendo además el valor terminal.

**Tabla 44. Proyección flujo de caja libre SMU S.A. mediante método directo**

Flujo de Caja Libre (FCL)	2T a 4T 2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>EBIT (después de impuestos)</b>	<b>2.021</b>	<b>2.822</b>	<b>2.941</b>	<b>3.059</b>	<b>3.178</b>	3.178
(+) Depreciación y amortización	2.186	3.053	3.182	3.310	3.438	3.438
(-) Inversión en reposición	-2.186	-3.053	-3.182	-3.310	-3.438	-3.438
(-) Nuevas inversiones	-1.773	-2.064	-2.064	-2.064	-2.064	0
(+/-) Liberación (Inversión) de CTON	-285	-280	-280	-280	-	0
<b>(=) Flujo de caja libre</b>	<b>-37</b>	<b>478</b>	<b>596</b>	<b>715</b>	<b>1.114</b>	<b>3.178</b>
(+) Valor terminal					<b>70.365</b>	
<b>(=) Flujo de caja libre + Valor terminal</b>	<b>-37</b>	<b>478</b>	<b>596</b>	<b>715</b>	<b>71.479</b>	

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 44 se puede observar que el EBIT después de impuestos va aumentando en cada periodo, de hecho, entre el 2022 y 2025 hay una tasa de crecimiento continuo de 3%. Además, como se mencionó en el punto 7.1, la inversión en reposición se proyecta con igual valor que la cuenta de depreciación y amortización, por lo tanto, sus valores suman 0 para el cálculo del flujo de caja libre. En cuanto a nuevas inversiones y liberación (inversión de CTON), estas cuentas tienen prácticamente los mismos valores para el periodo 2022-2025. Por lo anterior, es solo el aumento del EBIT después de impuestos el que impacta de forma relevante en el aumento del flujo de caja libre, cuyos montos son todos positivos, salvo el del primer periodo.



## 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

### 8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

El valor presente de los flujos de caja libre más el valor terminal se calcula descontando la última fila de la tabla 44. Para ello, como tasa de descuento se usa el costo de capital calculado en el punto 4.7, que corresponde a 4,52%. Realizando lo anterior, se obtiene que el valor presente de la suma de los flujos de caja libre más el valor terminal es de 59,49 millones de UF.

### 8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Este valor se calculó en el punto 7.2 y corresponde a MUF 4.

### 8.3. Activos prescindibles y otros activos

Para poder calcular el monto correspondiente a activos prescindibles, en el análisis del punto 5.5.1, en la tabla 22, se determinó que activos son no operacionales, es decir, aquellos que no forman parte del giro de SMU. No obstante, lo anterior, para que se consideren activos prescindibles estos deben ser vendibles, es decir, se deben poder vender a terceros en caso de ser necesario: por ejemplo, los activos por impuestos diferidos no son operacionales, pero no pueden venderse a terceros, por lo cual no son catalogados como activos prescindibles. En la tabla 45 se presentan aquellos activos prescindibles que posee SMU S.A. al marzo 2021.

**Tabla 45. Activos prescindibles SMU S.A. en MUF**

<b>Activos Prescindibles corrientes al 31/03/2021</b>	
Otros activos financieros corrientes	0,63
Otros activos financieros no corrientes	8,91
<b>Total activos Prescindibles</b>	<b>9,54</b>

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 45, solo hay dos activos de SMU que pueden ser catalogados como activos prescindibles.

## 8.4. Valorización económica de la empresa

En la tabla 46 se presenta la valorización económica de SMU S.A. al 31 de marzo de 2021 por el método de flujo de caja descontado.

**Tabla 46. Patrimonio económico resultante de la valorización de SMU al 31 de marzo de 2021**

	Miles de UF
(+) VP de (FCL + Valor terminal)	59.491
(+/-) Exceso (déficit) de Capital de Trabajo	-4
(+) Activos Prescindibles mar 2021	10
<b>Valor Total de los Activos</b>	<b>59.497</b>
Deuda Financiera	33.061
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>26.436</b>

Fuente: Elaboración propia

El valor total de los activos de SMU al 31 de marzo de 2021 corresponde a la suma del valor presente de los flujos de caja libre, incluyen el valor terminal (punto 8.1), al exceso (déficit) de capital de trabajo (punto 8.2) y al valor de los activos prescindibles a marzo de 2021 (punto 8.3).

A este valor, se debe restar la deuda financiera para poder obtener la valorización del patrimonio económico. La deuda financiera de SMU al 31 de marzo de 2021 es de 33,06 millones de UF, con lo cual el patrimonio económico de la valorización al 31 de marzo de 2021 es de 26,44 millones de UF. Es este valor el que al dividirse por el número de acciones transadas en la bolsa permite determinar el precio de la acción calculado a dicha fecha, lo que se presenta en la tabla 47.

**Tabla 47. Comparación de precio de mercado y precio estimado SMU S.A.**

Valorización al 31 de marzo de 2021	
Patrimonio Económico	26.436
	\$ 777.081.165
Número de acciones	5.772.576.856
Precio de la acción estimado	\$ 134,6
Precio de la acción en la Bolsa de Comercio de Santiago	\$ 118,0

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 47 se muestran la valorización de cada acción de SMU al 31 de marzo de 2021. El patrimonio económico calculado en el punto 8.3 se convierte a pesos chilenos y se divide por el número de acciones (que se presenta en la tabla 12 del punto 3.2). Al realizar lo anterior, se obtiene un precio de la acción de SMU estimado en \$134,6 pesos chilenos, lo cual es mayor al precio de la acción al cierre del 31 de marzo del 2021 en la Bolsa de Comercio de Santiago, \$118.

## 8.5. Análisis de sensibilidad

Se realizarán dos análisis de sensibilidad de la valorización obtenida, respecto a dos parámetros relevantes: la tasa de costo de capital y el crecimiento anual promedio de los ingresos.

El primero de estos parámetros es relevante pues es el que descuenta los flujos futuros para traerlos al valor presente a la fecha de valorización (31 de marzo de 2021). A mayor tasa, menor será el flujo de caja libre descontado. Este efecto, aumenta para los años más avanzados del análisis, pues el flujo periodo (año 1, 2, 3, etc.) va como exponente del coeficiente de descuento ( $1+t$  tasa de descuento).

A continuación, en la tabla 48 se presenta un ejemplo simple del impacto en la tasa de descuento de una inversión de \$100 que genera flujos de caja libre anuales igual a \$30 por 5 años, luego de este periodo no hay ningún otro flujo.

**Tabla 48. Ejemplo de la importancia de la tasa de descuento en la valorización**

Cifras en \$	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Suma flujos descontados - Inversión
Flujo sin descontar	30	30	30	30	30	
i) Flujo descontado a una tasa anual del 10%	27,3	24,8	22,5	20,5	18,6	13,7
ii) Flujo descontado a una tasa anual del 12%	26,8	23,9	21,4	19,1	17,0	8,1
Variación del flujo ( ii/(i)-1 )	-1,8%	-3,5%	-5,3%	-7,0%	-8,6%	-40,7%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede ver en la tabla 48, en este ejemplo la tasa de descuento aumenta un 20%, pasando de 10% a 12%. Como se mencionó en el párrafo anterior, la variación de los flujos descontados es mayor en flujos más alejados que en los más cercanos a la fecha de valorización.

Esto tiene además una importancia extra, toda vez que el valor terminal se refleja en el año que lleva el mayor exponente para descontar. En este ejemplo, el flujo 1 solo varía un -1,8% al aumentar su tasa de descuento del 10% al 12%, mientras que el flujo del año 5 cae en -8,6%, una variación mucho mayor. Si bien esto es un ejemplo ilustrativo simple, se puede observar que destaca también la variación en la suma de flujos descontados menos la inversión. En la tabla 49 se presenta el análisis de sensibilidad para el parámetro de la tasa de descuento (costo de capital) para la valorización de SMU al 31 de marzo del 2021.

**Tabla 49. Resultados análisis de sensibilidad de valorización de precio de acción de SMU al 31 de marzo de 2021, respecto a cambios en la tasa de costo de capital**

Costo de capital	Cambio en la tasa	Precio Acción	Cambio en precio Acción
3,52%	-22,14%	\$ 225,6	76,87%
3,72%	-17,71%	\$ 201,7	58,14%
3,92%	-13,29%	\$ 180,3	41,35%
4,12%	-8,86%	\$ 161,0	26,21%
4,32%	-4,43%	\$ 143,5	12,49%
<b>4,52%</b>	<b>0,00%</b>	\$ 127,6	<b>0,00%</b>
4,72%	4,43%	\$ 113,0	-11,41%
4,92%	8,86%	\$ 99,6	-21,88%
5,12%	13,29%	\$ 87,4	-31,52%
5,32%	17,71%	\$ 76,0	-40,41%
5,52%	22,14%	\$ 65,5	-48,65%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 49, la sensibilización arrojó que, a mayor tasa de costo de capital, hay menor precio de la acción, lo que es acorde a lo mencionado en el ejemplo. Destaca también que el porcentaje de cambio del precio de la acción se mueve entre 2,9 y 4,4 veces el cambio de la tasa de costo de capital. Esto se debe a que como se puede ver en la tabla 44 del punto 7.4, el valor terminal es el que por lejos el flujo de caja más grande de cara a la valorización. Sobre esto la tasa de descuento tiene dos efectos. En primer lugar, esta el factor de descuento sobre el flujo del valor terminal, que como se mencionó anteriormente, por ser el flujo más lejano, es el que más se ve afectado por el factor de descuento, al estar descontado con un exponente mayor. En segundo lugar, hay que recordar que el valor terminal en sí se calcula teniendo como divisor la tasa costo de capital, por lo tanto, aumenta de forma importante: a modo de ejemplo, el valor terminal disminuye un 20% al pasar de una tasa de descuento del 4% al 5% (esto pues  $4\% / 5\% = 0,8$ ).

Dentro de la tasa de descuento, la prima de riesgo de mercado (PRM) es un parámetro que se puede sensibilizar, toda vez que el mercado que transa la acción de SMU puede consignar distintos valores, entre otras cosas, debido a los distintos escenarios político-económicos producto de las elecciones presidenciales y parlamentarias del 2021. A marzo del 2021, el precandidato con mayores preferencias para ser presidente era Joaquín Lavín (centro derecha), pero era seguido por dos candidatos de izquierda, Daniel Jadue y Pamela Jiles, en las encuestas (Pulso Ciudadano, 2021 y Critería, 2021). Al respecto, en este informe se sensibilizarán tres escenarios, en uno disminuye la PRM en 1 p.p. si es que gana Joaquín Lavín y en otro aumenta 2 p.p. si es que gana Pamela Jiles y en 3 p.p. si gana Daniel Jadue. En la siguiente tabla se muestran los resultados de la sensibilización para los escenarios<sup>16</sup>.

**Tabla 50. Sensibilización del precio de la acción según distintos escenarios del premio de riesgo de mercado según los resultados de las elecciones presidenciales del 2021**

Premio por riesgo de mercado	Variación PRM	Tasa de Costo de Capital	Precio de la acción	Variación Precio
6,2		4,52%	134,3	
5,2	-16,13%	4,31%	151,3	12,62%
8,2	32,26%	4,94%	104,8	-22,00%
9,2	48,39%	5,14%	91,8	-31,65%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 50, la variación en el premio por riesgo de mercado como es de esperar tiene signo contrario a la variación del precio, acorde a lo esperado, es decir, a mayor (menor) premio por riesgo de mercado, menor (mayor) es el precio de la acción. Por otro lado, la variación del precio de la acción, para los escenarios analizados, se mueve entre un 65% y un 78% de la variación en el premio por riesgo de mercado.

El otro parámetro relevante es el crecimiento de las ventas, el cual tiene impacto en la proyección de los ingresos por actividades ordinarias de SMU. La variación en el crecimiento para el ejercicio de sensibilización no implica inversiones adicionales, por lo cual no hay una cuenta que contrarreste el efecto positivo de un mayor crecimiento. Por otro lado, si bien muchos costos y gastos se proyectan como porcentaje de los ingresos, incluso si se mantiene el margen neto, es mejor para los accionistas un negocio que margine el 1% de \$200 a un negocio que margine el

---

<sup>16</sup> Estos escenarios son ejemplos ilustrativos y fueron realizados en base al criterio personal del autor

1% de \$150, manteniendo todo lo demás constante. A continuación, se presentan en la tabla 51 crecimientos interanuales de los ingresos de SMU en la proyección.

**Tabla 51. Crecimiento interanual de los ingresos de SMU**

Crecimiento anual (%)	2021	2022	2023	2024	2025	Crecimiento promedio
Gasto por impuestos a las ganancias	-1,72%	4,46%	4,20%	4,03%	3,88%	2,97%

Fuente: Elaboración propia

La forma en que se sensibilizará este parámetro es cambiando el crecimiento promedio, por ejemplo, con un aumento en 1,00 p.p. con lo que se obtiene un valor promedio de 3,97%. Sin embargo, no es que el 3,97% se ocupe para aumentar año a años los ingresos, sino que el crecimiento anual de cada año que se observa en la tabla 51 se aumentará en 1,00 p.p., por ejemplo, el crecimiento anual del 2022 y el del 2023 en esta sensibilización quedarían en un 5,46% y 5,20%, respectivamente. En la tabla 51 se muestran los resultados obtenidos de esta sensibilización.

**Tabla 51. Resultados análisis de sensibilidad de valorización de precio de acción de SMU al 31 de marzo de 2021, respecto a cambios en el crecimiento anual promedio**

Crecimiento promedio anual	Cambio en el crecimiento prom. anual	Precio Acción	Cambio en precio Acción
1,97%	-33,67%	\$ 120,5	-10,46%
2,47%	-16,84%	\$ 127,5	-5,28%
<b>2,97%</b>	<b>0,00%</b>	<b>\$ 134,6</b>	<b>0,00%</b>
3,47%	16,84%	\$ 141,9	5,38%
3,97%	33,67%	\$ 149,2	10,86%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 51, se observa lo mismo que para otra sensibilización: concordancia entre el signo de las variaciones (más crecimiento de ingresos, mayor precio de la acción, y lo mismo aplica a la inversa, menor crecimiento impacta en menor precio de la acción). Además, el cambio en el parámetro es mayor al cambio en el precio de la acción de forma importante (del orden del doble). Por ejemplo, si el crecimiento promedio aumenta un -33,67%, llegando a -1,97% anual, el cambio en el precio es “solo” del -10,46%. De hecho, se puede ver en la tabla 51, que la variación de crecimiento en las sensibilizaciones realizadas es más de 3 veces la variación en el precio. Esto da cuenta de la robustez del precio de la acción de SMU,

que incluso ante grandes variaciones del crecimiento varía en mucho menor medida el precio de su acción. Las variaciones de crecimiento se pueden deber a desaceleración económica a nivel nacional, a la incorporación de una menor cantidad de supermercados nuevos, o bien a la inversa, es decir, un periodo de boom económico o una mayor incorporación de locales nuevos respectivamente. Finalmente, cabe mencionar que el precio de la acción es más sensible al cambio en la tasa que a un cambio en el crecimiento de los ingresos.

## CONCLUSIONES

La valorización de la acción de SMU al 31 de marzo de 2021 por flujos de caja de descontados mediante el método directo realizada en este informe, arroja un valor de \$134,6 pesos chilenos por acción. Este valor es un 14,08% mayor al precio de cierre en ese mismo día en la Bolsa de Comercio de Santiago, por lo tanto, se puede concluir que el precio de la acción a mercado esta subvalorado.

Posterior al calculo del precio de la acción, se realizó un análisis de sensibilidad que permite concluir que el precio de la acción es altamente sensible al costo de capital, pues la variación del precio se mueve entre 2,9 y 4,4 veces la variación del costo de capital (con signo contrario, es decir, si sube la tasa, baja el precio y viceversa), por otro lado, también se sensibilizó el precio respecto al premio por riesgo de mercado, siendo las variaciones similares en magnitud pues el precio tuvo una variación de entre un 65% y el 78% del valor de la variación del PRM (con signo contrario, si sube el PRM, baja el precio y viceversa) y finalmente por cada +10% (-10%) de variación en el crecimiento de ingresos promedio, el precio de la acción variará un +3,3% (-3,3%).

Como contexto socioeconómico de la valorización, es importante hacer hincapié que al 31 de marzo de 2021 Chile, país donde se generan en promedio casi el 98% de los ingresos de SMU en el periodo 2017-2020, se encontraba afectado por dos fenómenos poco comunes en su historia: por un lado, el estallido social de octubre de 2019 el cual tiene como consecuencias incertidumbre políticas (posible cambio de constitución y un viraje hacia la izquierda en el poder ejecutivo y legislativo, etc.) y económicas (posibles aumentos de impuesto a las utilidades y a la riqueza personal, menor crecimiento económico, mayor inflación, etc.), y, por otro lado, la pandemia mundial producto del Covid-19, la cual tiene impactos en disminución de la movilización, aumento del desempleo, disminución de la actividad económica, etc<sup>17</sup>.

Este contexto, inédito en los anteriores 30 años, aumentan la incertidumbre y pueden ser causa de que el mercado subvalore la acción de SMU al 31 de marzo de 2021. Por un lado, sobre todo

---

<sup>17</sup> Ver punto 2.2: Estado actual de la industria



el estallido social puede ser una causante de un aumento estructural, a esa fecha, del premio por riesgo real de Chile según el mercado. Por otro lado, este contexto, sobre todo el estallido social, pueden hacer que el mercado vea un menor crecimiento de los ingresos para SMU, si (como se comentó en el párrafo anterior), hay menor crecimiento económico y mayor inflación en Chile, o bien SMU disminuye la cantidad de supermercados nuevos, toda vez que también disminuye las inversiones futuras. Ambos posibles fenómenos tienen como efecto la disminución del precio de la acción de SMU y pueden ser la causa de esta subvaloración por parte del mercado, o bien, visto desde el otro punto de vista, como una sobrevalorización del precio calculada en este informe.

## BIBLIOGRAFÍA

Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W. y Zhang, H. (2015). The illiquidity premium: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 117(2), 350–368.

Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.

Banco Central de Chile. *Índice Mensual de Actividad Económica, IMACEC (acceso septiembre de 2021)*. Disponible en:

<https://www.bcentral.cl/areas/estadisticas/imacec>

BBVA. *Sectores cíclicos y anticíclicos: cuando el dinero tiene miedo (acceso enero de 2022)*. Disponible en:

<https://www.bbva.com/es/sectores-ciclicos-anticiclicos-cuando-dinero-miedo/>

Bravo, X. y Reyes C. (2013). La crisis de Álvaro Saieh. Disponible en:

<https://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/la-crisis-de-alvaro-saieh>

Criteria (2021). Agenda Criteria Marzo 2021. Disponible en:

[https://www.criteria.cl/descargas/Agenda\\_Criteria\\_Marzo\\_2021-p6d5n.pdf](https://www.criteria.cl/descargas/Agenda_Criteria_Marzo_2021-p6d5n.pdf)

Cencosud (2021). Presentación de resultados primer trimestre 2021. Disponible en:

[http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc\\_financials/2021/q1/updated/Earnings-Presentation-1T21-\(ESP\).pdf](http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2021/q1/updated/Earnings-Presentation-1T21-(ESP).pdf)

Damodaran, D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.

Diario Estrategia (2018). *SMU materializa la venta de Construmart a Fondo de Inversión Hammer en \$50.625 millones (acceso septiembre de 2021)*.

Disponible en:

<http://www.diarioestrategia.cl/texto-diario/mostrar/1068069/smu-materializa-venta-construmart-fondo-inversion-hammer-50625-millones>

Diario Estrategia (2021). *FNE aprueba la compra de OK Market por parte de OXXO sujeta a la desinversión de 16 locales y otras medidas de mitigación (acceso septiembre de 2021)*. Disponible en:

<http://www.diarioestrategia.cl/texto-diario/mostrar/3327319/fne-aprueba-compra-ok-market-parte-oxxo-sujeta-desinversion-16-locales-otras-medidas-mitigacion>

Euromonitor (2021). Retailing in Chile, country report. Disponible en: <https://www.euromonitor.com/retailing-in-chile/report#>

Falabella (2021). Resultados primer trimestre 2021. Disponible en: [https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc\\_financials/quarter\\_spanish/2021/Falabella-Earnings-Release-1Q-2021-ESP.pdf](https://s22.q4cdn.com/351912490/files/doc_financials/quarter_spanish/2021/Falabella-Earnings-Release-1Q-2021-ESP.pdf)

Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.

Feller Rate (2021). Informe de Clasificación de SMU S.A. a abril 2021. Disponible en: <https://www.feller-rate.com/general2/corporaciones/smu2105.pdf>

Gestión (2021). Perú entre los países con la tasa de impuestos a las empresas más altas de la OCDE. Disponible en:

<https://gestion.pe/economia/empresas/peru-entre-los-paises-con-la-tasa-de-impuestos-a-las-empresas-mas-altas-de-la-ocde-noticia/>

ICR Chile (2020). Proyecciones sobre la industria del retail continúan desfavorables, con bajas expectativas de un fortalecimiento operacional durante 2021. Disponible en:

<http://www.icrchile.cl/index.php/destacados/4287-proyecciones-sobre-la-industria-del-retail-continuan-desfavorables-con-bajas-expectativas-de-un-fortalecimiento-operacional-durante-2021/>

Instituto Nacional de Estadísticas (2021). *Serie mensual empalmada, desestacionalizada y tendencia – ciclo desde 1991 hasta la fecha (acceso septiembre de 2021)*. Disponible en:

[https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver\\_filial.php?archivo=fil\\_76012676\\_20212\\_20210315203447.pdf](https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_filial.php?archivo=fil_76012676_20212_20210315203447.pdf)

Inversiones SMU Ltda. y filiales (2020). Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2020 y 2019. Disponible en:

[https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver\\_filial.php?archivo=fil\\_76012676\\_20212\\_20210315203635.pdf](https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_filial.php?archivo=fil_76012676_20212_20210315203635.pdf)

La Tercera (2021). *App, nuevas tiendas, remodelaciones y comercio electrónico: SMU anuncia plan de inversiones por \$60 mil millones para 2022*. Disponible en:

<https://www.latercera.com/pulso/noticia/app-nuevas-tiendas-remodelaciones-y-comercio-electronico-smu-anuncia-plan-de-inversiones-por-60-mil-millones-para-2022/UZDHHAKSJZHMFKIFMG2GD46UFE/>

Maquieira C. (2010). *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Editorial Andrés Bello.

Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.

Maxi Ahorro. *Quienes somos (acceso septiembre de 2021)*. Disponible en:

<https://maxiahorro.com.pe/quienes-somos/>

Mayorsa. *Quienes somos (acceso septiembre de 2021)*. Disponible en:

<https://mayorsa.com.pe/nosotros/>

Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.

Omicron S. p. A. (2020). Estados financieros al 31 de diciembre de 2020 y 2019. Disponible en:

[https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver\\_filial.php?archivo=fil\\_76012676\\_20212\\_20210315203522.pdf](https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_filial.php?archivo=fil_76012676_20212_20210315203522.pdf)

Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.

Pulso Ciudadano (2021). *Percepción Contexto Económico, Evaluación de Gobierno y Preferencia de candidatos a la presidencia*. Disponible en:

[https://chile.activasite.com/wp-content/uploads/2021/03/Pulso\\_Ciudadano\\_MARZO\\_Q2.pdf](https://chile.activasite.com/wp-content/uploads/2021/03/Pulso_Ciudadano_MARZO_Q2.pdf)

- Sánchez, F., Torres, J., Parra, M., & Pavlov S. (2020). Grupo SMU: su compleja reestructuración corporativa. Disponible en: <https://revistas.uchile.cl/index.php/EDA/article/download/56973/65184>
- SMU S. A. (2013). Análisis Razonado diciembre 2013. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1484596292An%E2%80%A0lisisRazonadoDiciembre2013.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1484596292An%E2%80%A0lisisRazonadoDiciembre2013.pdf)
- SMU S. A. (2017a). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2017 y 2016 y por los años terminados en esas fechas. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1520975819EstadosFinancieros\\_201712.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1520975819EstadosFinancieros_201712.pdf)
- SMU S. A. (2017b). Memoria Anual 2017. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1523021627MemoriaAnualSMU2017\\_Final.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1523021627MemoriaAnualSMU2017_Final.pdf)
- SMU S. A. (2018). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2018 y 2017 y por los años terminados en esas fechas. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1552341071Estados\\_financieros\\_201812.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1552341071Estados_financieros_201812.pdf)
- SMU S. A. (2019a). Resultados SMU S.A. 4to Trimestre 2019 y Análisis Razonado. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1584398340SMU4T19ReporteResultados.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1584398340SMU4T19ReporteResultados.pdf)
- SMU S. A. (2019b). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2019 y 2018 y por los años terminados en esas fechas. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1585076023Estados\\_financieros\\_201912.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1585076023Estados_financieros_201912.pdf)
- SMU S. A. (2019c). Memoria Integrada 2019. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1585087455MemorialIntegradaSMU2019.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1585087455MemorialIntegradaSMU2019.pdf)
- SMU S. A. (2020a). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2020 y 2019 y por los años terminados en esas fechas. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1617297628Estados\\_financieros\\_202012.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1617297628Estados_financieros_202012.pdf)
- SMU S. A. y filiales (2020b). Estados financieros al 31 de diciembre de 2020 y 2019 de Inversiones SMU S.p.A. Disponible en: [https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver\\_filial.php?archivo=fil\\_76012676\\_2012\\_20210315203549.pdf](https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_filial.php?archivo=fil_76012676_2012_20210315203549.pdf)

SMU S. A. (2020c). Memoria Integrada 2020. Disponible en: [https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1617297533MemorialIntegradaSMU2020.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1617297533MemorialIntegradaSMU2020.pdf)

SMU S. A. (2021a). Resultados SMU S.A. 1er trimestre 2021 y Análisis razonado. Disponible en:

[https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1621289679SMU1T21ReporteResultados.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1621289679SMU1T21ReporteResultados.pdf)

SMU S. A. (2021b). Estados Financieros Intermedios Consolidados al 31 de marzo de 2021 de SMU S. A. y filiales. Disponible en:

[https://www.smu.cl/wp-content/files\\_mf/1621295351Estados\\_financieros\\_202103.pdf](https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1621295351Estados_financieros_202103.pdf)

Unidata S. A. (2020). Estados financieros al 31 de diciembre de 2020 y 2019. Disponible en:

[https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver\\_filial.php?archivo=fil\\_76012676\\_202012\\_20210315203658.pdf](https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/ver_filial.php?archivo=fil_76012676_202012_20210315203658.pdf)

# ANEXOS

Anexo 1 Estructura de Gobierno Corporativo de SMU al 31 de diciembre del 2020 (SMU, 2020c)



Anexo 2 Directorio de SMU al 31 de diciembre del 2020 (SMU, 2020c)





### Anexo 3 Filiales y participación de SMU en cada sociedad respectiva (SMU, 2020a)

RUT	Nombre sociedad	Moneda funcional	Porcentaje de participación			
			31.12.2020		31.12.2019	
			Directo %	Indirecto %	Total %	Total %
<b>Filiales Directas</b>						
76.147.279-8	Inversiones SMU Ltda.	Peso chileno	99,99	0,01	100,00	100,00
76.142.764-4	Inversiones SMU S.p.A	Peso chileno	100,00	-	100,00	100,00
76.023.547-4	Omicron S.p.A.	Peso chileno	100,00	-	100,00	100,00
76.007.938-3	Inversiones Omega Ltda.	Peso chileno	99,99	0,01	100,00	100,00
76.203.126-4	Unidata S.A.	Peso chileno	99,92	0,08	100,00	100,00
<b>Filiales Indirectas</b>						
76.012.833-3	Súper 10 S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
81.537.600-5	Rendic Hermanos. S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.084.682-1	OK Market S.A. (*)	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
85.641.200-8	Abu Gosch y Cía. Ltda.	Peso chileno	0,54	99,46	100,00	100,00
87.711.200-4	Telemercados Europa S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.051.947-2	Servicios Logísticos La Serena S.A.	Peso chileno	0,10	99,90	100,00	100,00
76.051.937-5	Servicios Logísticos Santiago S.A.	Peso chileno	0,10	99,90	100,00	100,00
76.033.021-3	Escuela de Capacitación y Oficios Supermercadistas Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
96.618.540-6	ALVI Supermercados Mayoristas S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
78.381.240-1	ALVI Servicios Logísticos Ltda.	Peso chileno	0,13	99,87	100,00	100,00
96.781.670-1	Servi 2000 S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.948.390-K	Red de Apoyo S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
Extranjero	SMU Perú S.A.C.	Nuevo sol peruano	-	100,00	100,00	100,00
Extranjero	Mayorsa S.A.	Nuevo sol peruano	-	100,00	100,00	100,00
Extranjero	Pacucha S.A.	Nuevo sol peruano	-	100,00	100,00	100,00
76.147.310-7	Supermercados Chile S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.027.259-0	Inversiones del Sur S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.027.289-2	Mayorista del Sur Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.027.291-4	Supermercados del Sur Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.032.752-2	Puerto Varas S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.032.772-7	Valdivia S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.032.763-8	Paloma S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.032.749-2	San Sebastián S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.032.756-5	Chiloé S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.029.643-0	Comercializadora del Sur Uno Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.029.209-5	Comercializadora del Sur Dos Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.029.208-7	Comercializadora del Sur Tres Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.029.661-9	Comercializadora del Sur Cuatro Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.029.738-0	Comercializadora del Sur Cinco Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.029.743-7	Comercializadora del Sur Seis Ltda.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00
76.139.841-5	Inmobiliaria SMU S.A.	Peso chileno	-	100,00	100,00	100,00

## Anexo 4. Obligaciones de SMU con el público al 31 de marzo del 2021 (SMU, 2021b)

Al 31 de marzo de 2021 (No auditado)

Corrientes:

Deudor										Condiciones de la obligación				Valor Contable			
Rut	Sociedad	País	Nombre Acreedor	País de emisión	Descripción	Moneda	Pago	Amortización	Tasa Anual Nominal	Tasa Anual Efectiva	Garantía	Valor Nominal al 31.03.2021 M\$	Hasta 90 Días M\$	Más de 90 días hasta 1 año M\$	31.03.2021 No auditado M\$		
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-B	UF	Semestral	Semestral	3,80	4,18	Sin garantía	5.102.809	1.188.295	3.720.692	4.908.987		
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BSDSU-D	UF	Semestral	Al vencimiento	4,70	4,76	Sin garantía	531.941	536.521	-	536.521		
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-LT	UF	Semestral	Semestral	3,00	3,24	Sin garantía	95.144	-	103.012	103.012		
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-T	UF	Semestral	Semestral	3,00	2,85	Sin garantía	38.058	-	36.560	36.560		
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-W	UF	Semestral	Al vencimiento	2,50	2,11	Sin garantía	240.772	215.326	-	215.326		
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-AK	UF	Semestral	Al vencimiento	3,00	3,37	Sin garantía	1.096.552	1.230.851	-	1.230.851		
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-AL	UF	Semestral	Semestral	3,25	3,35	Sin garantía	950.395	991.811	-	991.811		
<b>Total</b>												<b>8.055.581</b>	<b>4.162.804</b>	<b>3.860.264</b>	<b>8.023.068</b>		

No Corrientes:

Deudor										Condiciones de la obligación				Valor Contable					
Rut	Sociedad	País	Nombre Acreedor	País de emisión	Descripción	Moneda	Pago	Amortización	Tasa Anual Nominal	Tasa Anual Efectiva	Garantía	Valor Nominal al 31.03.2021 M\$	Más de 1 año hasta 2 años M\$	Más de 2 años hasta 3 años M\$	Más de 3 años hasta 4 años M\$	Más de 4 años hasta 5 años M\$	Más de 5 años M\$	31.03.2021 No auditado M\$	
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-B	UF	Semestral	Semestral	3,80	4,18	Sin garantía	84.175.934	7.742.012	7.763.985	7.786.894	7.810.772	51.425.764	82.529.427	
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BSDSU-D	UF	Semestral	Al vencimiento	4,70	4,76	Sin garantía	29.394.770	-	-	-	-	29.286.611	29.286.611	
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-T	UF	Semestral	Semestral	3,00	3,24	Sin garantía	73.486.928	24.177.556	24.391.567	24.450.811	-	-	73.019.934	
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-T	UF	Semestral	Semestral	3,00	2,85	Sin garantía	29.394.770	9.878.347	9.821.751	9.808.621	-	-	29.508.719	
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-W	UF	Semestral	Al vencimiento	2,50	2,11	Sin garantía	29.394.770	-	-	-	-	31.190.466	31.190.466	
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-AK	UF	Semestral	Al vencimiento	3,00	3,37	Sin garantía	88.184.310	-	-	-	86.591.097	86.591.097		
76.012.676-4	SMU S.A	Chile	Acreedores varios	Chile	BCSMU-AL	UF	Semestral	Semestral	3,25	3,35	Sin garantía	88.184.310	29.105.600	29.305.389	29.354.274	-	-	87.785.263	
<b>Total</b>												<b>422.215.790</b>	<b>70.963.515</b>	<b>71.282.682</b>	<b>71.400.680</b>	<b>94.401.869</b>	<b>111.902.841</b>	<b>419.891.517</b>	

## Anexo 5. Dividendos que ha repartido SMU en su historia (Fuente: CMF)

Cuentas	08/05/2019	28/04/2020	05/02/2021	27/04/2021	23/06/2021
1 RUT	76.012.676-4	76.012.676-4	76.012.676-4	76.012.676-4	76.012.676-4
2 Razón social	SMU S.A.	SMU S.A.	SMU S.A.	SMU S.A.	SMU S.A.
3 Nemo técnico o nombre corto	SMU S.A.	SMU S.A.	SMU S.A.	SMU S.A.	SMU S.A.
4 Número de dividendo	1	2	3	4	5
5 Tipo de dividendo (1)	2	3	3	3	1
6 Serie afecta	U	U	U	U	U
7 Fecha acuerdo	25/04/2019	09/04/2020	29/01/2021	20/04/2021	02/06/2021
8 Fecha de cierre	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2019	31/12/2020	31/03/2021
9 Fecha límite	02/05/2019	22/04/2020	30/01/2021	21/04/2021	17/06/2021
10 Fecha de pago dividendos	08/05/2019	28/04/2020	05/02/2021	27/04/2021	23/06/2021
11 Moneda	PESOS	PESOS	PESOS	PESOS	PESOS
12 Dividendo por acción	1,7167	4,4933	1,8377	2,0377	0,6553
13 Número de acciones	5.772.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856
14 Total (en miles de la moneda que corresponda)	9.909.956	25.937.746	10.607.976	11.762.722	3.782.481
15 Total (M\$) (2)	9.909.956	25.937.746	10.607.976	11.762.722	3.782.481
16 Tasa de cambio	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Anexo 6. Aumentos de capital realizados desde el 31/12/2017 (Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros del 31/03/2021).

	22-01-2018
Acciones suscritas	400.000.000
Monto (millones de pesos)	74.000

Anexo 7. El bono más largo de SMU es el BCSMU-W. Este bono se colocó por un monto de 1.000.000 UF a una tasa cupón de 2,5% el 20 de junio de 2019. La tasa de mercado al 31 de marzo de 2021 de 4.0% según datos de Risk America, lo que se puede observar en la siguiente figura.

Fecha

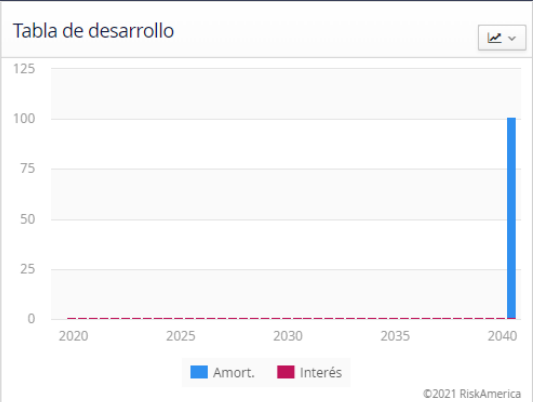
[Actualizar](#)

Nemotécnico

[Historial](#) [Favoritos\(+\)](#)

[Búsqueda Avanzada](#)

Información	Emisión	Liquidez	Riesgo	Prepago
Fecha de emisión	01/06/2019			
Fecha de vencimiento	01/06/2040			
Fecha 1ª Transacción	<a href="#">20/06/2019</a>			
Periodicidad	SEMESTRAL			
Número de cupones	42			
Tasa de emisión	2,50 %			
TERA	2,4980 %			
Base TIR	Act/365			
Monto emitido	1.000.000 UF			
Saldo Custodia Nominal	<b>1.000.000</b> UF			
Corte máximo	1.000 UF			
Corte mínimo	500 UF			



### Calculadora

**Nuevo** Spread vs  4 Decimales  Curva Base

TIR	<input type="text" value="4,0000"/>	%	TIR Base	<input type="text" value="1,27"/>	%
Spread	<input type="text" value="2,7300"/>	%	Valor Par	<input type="text" value="100,81"/>	base 100
Precio/VPar	<input type="text" value="80,4319"/>	%	Duración	<input type="text" value="14,69"/>	años
			Convexidad	<input type="text" value="250,86"/>	años²
Cantidad	<input type="text" value="1.000,00"/>	UF	Monto	<input type="text" value="810,87"/>	UF
			Monto CLP	<input type="text" value="23.835.335"/>	CLP
Cond. liq.	<input type="text" value="Pago hoy"/>		Fecha liq.	<input type="text" value="31/03/2021"/>	

	Fecha	TIR	Spread	Precio/VPar
Última Transacción	12/02/2021	<input type="radio"/> 3,1400	<input type="radio"/> 2,7400	<input type="radio"/> 90,9200
Última Valorización RA	31/03/2021	<input checked="" type="radio"/> 4,0000	<input type="radio"/> 2,7300	<input type="radio"/> 80,4300
Última Punta Compra				
Última Punta Venta				

