



# **“VALORACIÓN DE EMPRESA SMU S.A.”**

## **Mediante el Método de Múltiplos**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN  
FINANZAS**

**Alumnos: María Francisca Astudillo /**

**Profesor Guía: Mauricio Jara**

**Santiago, julio 2019**

## Tabla de Contenidos

Resumen Ejecutivo .....	4
Capítulo I: Metodología.....	5
Método de Flujos de Caja Descontados .....	5
Método de múltiplos .....	6
Capítulo II: Descripción de la Empresa e Industria .....	7
Empresa .....	7
Industria.....	12
Principales Competidores.....	13
Cencosud S.A:.....	14
Puerto de Liverpool: .....	17
Capítulo III: Descripción del financiamiento de la empresa .....	19
Capítulo IV: Estimación de la estructura de capital.....	20
Deuda Financiera .....	20
Patrimonio Económico .....	20
Estructura de capital objetivo .....	21
Capítulo V: Estimación del Costo de Patrimonial de la empresa y del costo de capital de la empresa.....	22
Beta de la acción y presencia bursátil .....	22
Estimación del Costo de Capital de la Empresa .....	23
Capítulo VI: Valoración por Múltiplos o Comparables .....	25
Múltiplos de Ganancias.....	25
Ratio Precio Utilidad (PE): .....	25
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA):.....	25
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT): .....	26
Múltiplos de Valor Libro .....	26
Price to Book Equity (PBV):.....	26
Value to Book Ratio:.....	26
Múltiplos de Ingresos .....	27
Price to Sales Ratio (PS): .....	27

Enterprise Value to Sales Ratio (VS):.....	27
Valores para la Industria e Indicadores para la Empresa.....	28
Valores de la Empresa en Base a Múltiplos de la Industria .....	29
Capítulo VII: Conclusión .....	30

## Resumen Ejecutivo

El objetivo de este informe es poder valorizar al grupo SMU al 31 de diciembre del 2018 a través de dos métodos. Uno se basa en el flujo de caja descontados, el cual consiste en la proyección de flujos futuros traídos a valor presente a través de una tasa (costo de capital). El otro es la valorización por múltiplos, la cual relaciona la cotización de las acciones con algunos ratios financieros de la empresa.

Para poder proyectar los flujos de caja se tomará como base principalmente los últimos 2 años y supuestos que fueron aplicados gracias a la información que hoy existe en los distintos medios, considerando también las proyecciones del grupo SMU las cuales vienen de su proyecto CIMA.

Para lograr lo anterior, debemos entender que el grupo SMU es una sociedad anónima abierta, la cual pertenece a la industrial del Retail.

La fuente de ingresos de SMU consiste en su totalidad en la venta de una gran cantidad de productos a través de los supermercados mayoristas y minoristas los cuales están centrados en Chile y Perú.

Esta es la empresa con mayor presencia de locales a lo largo del país y tercera a nivel de ingresos (superada por Walmart y Cencosud).

A continuación, se entregará una descripción completa de la empresa, los dos métodos utilizados para poder valorizar al grupo SMU y la información utilizada para poder proyectar dichos flujos.

## Capítulo I: Metodología

La literatura ofrece distintos métodos para valorizar una compañía. Cada uno de estos entregará resultados variados que no serán exactos ni únicos, ya que depende principalmente de la capacidad de adaptarse y anticiparse a todas las variables y circunstancias que puedan ocurrir en un futuro para poder proyectar de manera correcta los estados financieros de la empresa a evaluar. A continuación, se enlistan los métodos más conocidos:

- Flujo de caja descontado
- Comparables o múltiplos
- Valor presente ajustado
- Modelo de descuento de dividendos
- Opciones reales

En los siguientes párrafos, se detallará de manera general, los dos métodos que se usaran para la valorización de la empresa SMU.

### Método de Flujos de Caja Descontados

En adelante mencionaremos este método como “FCD”. Esta forma de valorizar una empresa se encuentra dentro de las metodologías más utilizadas para poder conocer el valor estimado de ella. Este es el punto de partida para construir cualquier otro método.

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección), incluyendo después del último año proyectado un valor llamado “perpetuo” o “terminal” que junto con todos los flujos proyectados será traído a valor presente a través de una tasa.

Los parámetros de valoración que se incluyen al FCD, son principalmente proyecciones de largo plazo que modelan los números de la compañía a través de, factores específicos de la industria y tendencias macroeconómicas que ejercen variabilidad sobre los resultados de esta.

La tasa mencionada anteriormente es conocida como WACC o costo de capital. Esta se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y costo patrimonial ( $k_p$ ).

### Método de múltiplos

El valor de la empresa se determina a través de ratios financieras de una compañía similar de la industria y se establecen relaciones con la firma analizada. Los supuestos a considerar son:

- Los mercados son eficientes
- La información se encuentra disponibles para todos
- Los precios de las acciones reflejan los riesgos inherentes

Para este método, es necesario identificar activos comparables y obtener su valor de mercado. De esta forma, se logra estandarizar los números y generar los múltiplos que correspondan (recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo, tasas de crecimiento y características del flujo de caja similares).

Importante recalcar los requisitos que debe cumplir el benchmark de la empresa analizada:

- Compañía que cotice en la bolsa.
- Que sea del mismo Rubro.
- Tiene un mismo mix de negocios y/o productos

Finalmente, hay que destacar los múltiplos más utilizados en esta metodología:

- Precio Utilidad (PE)
- Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)
- Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)
- Price to Book Equity (PBV)
- Value to Book Ratio
- Price to Sales Ratio (PS)
- Enterprise Value to Sales Ratio (VS)

## Capítulo II: Descripción de la Empresa e Industria

### Empresa

<b>Razón Social</b>	SMU S.A.
<b>Rut</b>	76.012.676-4
<b>Nemotécnico</b>	SMU
<b>Industria</b>	Retail Supermercadista
<b>Regulación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sernac</li> <li>- Dirección del Trabajo</li> <li>- Superintendencia de Valores y Seguros</li> <li>- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras</li> </ul>
<b>Tipo de Operación</b>	<p>SMU S.A. es el supermercadista más grande del país en cuanto a número de tiendas, y el tercero en cuanto a ingresos.</p> <p>La compañía opera a través de cuatro formatos:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Supermercados (Unimarc)</li> <li>2. Mayoristas (Mayorista 10 y Alvi)</li> <li>3. Tiendas de conveniencia (OK Market)</li> <li>4. Ventas por internet (Telemercados)</li> </ol> <p>SMU cuenta con 502 tiendas de Retail supermercadistas en las 15 regiones de Chile, incluyendo 289 supermercados, 100 tiendas mayoristas y 113 tiendas de conveniencia.</p> <p>Adicionalmente, la compañía tiene operaciones en Perú a través de dos tiendas mayoristas (Mayorsa y Maxiahorro) que engloban 24 tiendas y 20.398 metros cuadrados en superficie de ventas.</p>

SMU S.A. fue constituida el 22 de febrero de 2008. No obstante, los orígenes de la compañía se remontan al año 1961, con el nacimiento de la Cooperativa Unicoop, iniciativa de la iglesia católica para proveer de productos alimenticios de bajo precio a la población de estratos medios y bajos. En 1982, tras un cambio en su propiedad, Unicoop decidió cambiar su nombre a Unimarc, marca con la cual se conoce hasta el día de hoy. A fines del año 2007, el economista Álvaro Saleh, la adquirió con más de 40 tiendas a nivel nacional y un centro de distribución, además de contar con una marca ya posicionada en el mercado. En abril del 2008, la compañía adquirió dos cadenas de la familia Bravo: Bryc y

Mayorista 10. El primero paso a formar parte de Unimarc, mientras que el segundo, permitió a SMU ampliar su red de negocios al mercado mayorista. En el 2009, la compañía siguió ampliando su cadena de supermercados, adquiriendo Gosch, Cofrima, Korlaet, Alameda, Costa Sol y La Lica. Paralelamente a esto y durante el 2010, SMU ingresó al mercado de tiendas de conveniencia y e-grocery, a través de la adquisición de Ok Market S.S y Telemercados Europa S.A., respectivamente. En 2011, la compañía expandió su negocio mayorista a través de Alvi y Dipac, además de ampliar sus negocios hacia el extranjero a través de las operaciones que Alvi tenía en Perú, bajo la marca Mayorsa y MaxiBodega. Al completar este proceso, la empresa se convirtió en la compañía chilena con mayor cobertura geográfica del país, con la cadena de supermercados más grande a nivel nacional. Su estrategia multiformato le permite satisfacer distintos hábitos de compra, entregando las mejores soluciones y productos a sus clientes.

El plan trienal 2014-2016 de la compañía, estuvo centrado en el mejoramiento comercial, eficiencia operacional y fortalecimiento financiero, el que concluyó exitosamente.

El 2017 marcó el inicio de una nueva etapa. El lanzamiento del Plan estratégico 2017-2019, conocido como Plan Cima, ha buscado de forma constante y sostenida, aumentar la rentabilidad del negocio a través de la mejor combinación producto-precio-servicio, para satisfacer las necesidades de los clientes.

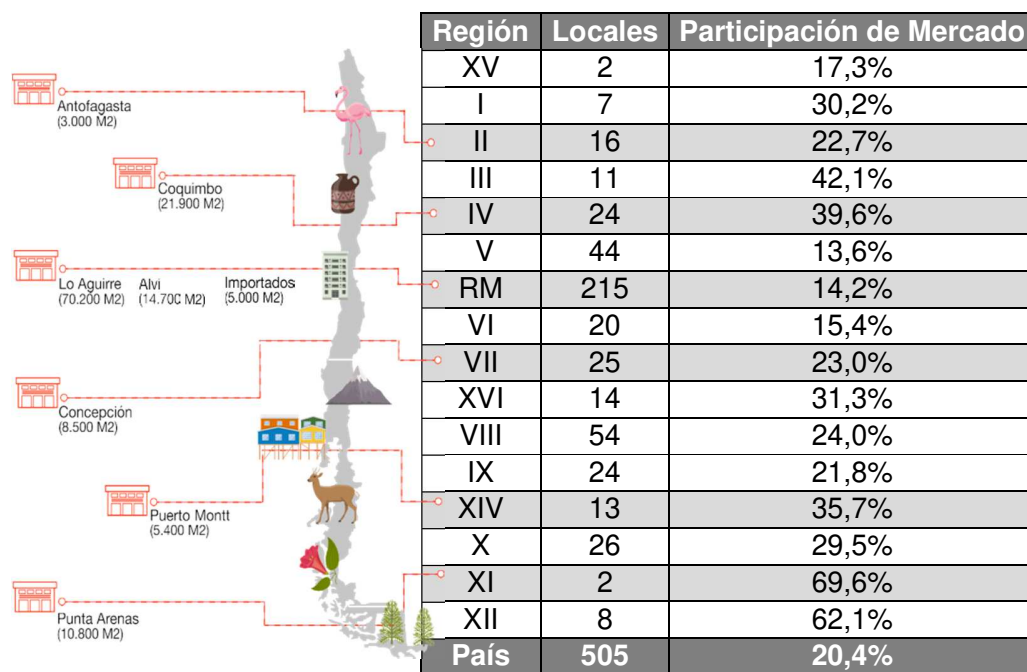
Para cumplir con dicha estrategia trienal, es que se ha puesto en marcha numerosas iniciativas. Algunas de estas se describen a continuación:

- Reconversión de locales; remodelación de más de 130 tiendas.
- Programas de lealtad (Club ahorro y Club de precios).
- Estandarización y automatización de procesos.
- Centralización logística para mejorar gestión de inventario y disponibilidad de productos.




La implementación de proyectos y buena gestión para lograr el Plan Cima ha hecho incrementar un 1,7% los ingresos (2018 vs 2017). El margen bruto en tanto incrementó 2,6% respecto el 2017. Por el contrario, los gastos operacionales disminuyeron un 0,1% debido principalmente a las eficiencias operacionales que forman parte de la estrategia de la compañía. El EBITDA por otro lado, incrementó un 7,4%, el resultado operacional un 9,1% y la utilidad neta del año 2018 aumentó un 19,5%.

Hoy, SMU es el tercer actor de retail supermercadista en Chile en base a los ingresos y el primero, en número de tiendas.



\*

Filiales SMU		
CHILE	 UNIMARC	Canal de ventas más importante de SMU, representando aproximadamente el 69,9% de los ingresos del segmento supermercados. La compañía cuenta con 289 tiendas Unimarc donde ofrece un mix de productos surtido y de alta calidad para sus clientes.
	 Club Alvi MAYORISTA SUPERMERCADO MAYORISTA 10	Locales que manejan un menor surtido de productos, con un enfoque más austero en inversión publicitaria, imagen y sofisticación de servicio. Mayorista 10 está orientado a grupos socioeconómicos c3 y d, mientras que Alvi, a comerciantes principalmente.
	 OK MARKET	Su propuesta de valor se define como "al paso". Se caracteriza por brindar rapidez en la atención, estar ubicado en puntos cómodos y cercanos a hogares y lugares de trabajo, contando, además, con amplios horarios de atención. Tiendas enfocadas a grupos socioeconómicos a, b, c1 y c2.
	 Telemercados.cl	Formato de ventas por internet donde se centraliza la compra y despacho de productos. Cuenta, además, con un centro de distribución en la ciudad de Santiago. Orientado a grupos socioeconómicos a, b, c1, c2 y c3, buscando tener en su mix, marcas conocidas a precios competitivos.
PERÚ	 Maxi ahorro  Mayorsa	Opera 24 locales en Lima (4 propios y 20 arrendados), bajo las marcas Mayorsa (7) y Maxi Ahorro (17) en formato mayoristas, donde se comercializa abarrotes y productos afines. Su principal fortaleza son los precios bajos y alta variedad de productos. Orientado a pequeños comercios (comerciantes, hoteles, restaurantes, etc).

Por otro lado, esta compañía presenta la siguiente clasificación de riesgos:

	Entidad	Al 31/12/2017	Al 31/12/2018
Internacional	Standard & Poor's	B/Estable	B/Estable
Local	Feller-Rate	BB+/Positiva	BBB/Positiva
	Humphreys	BBB-/Estable	BBB/Estable
	ICR	BB+/Estable	BBB+/Estable

Finalmente, en la siguiente tabla se describen los 12 principales accionistas de SMU S.A., junto con los precios de la acción (año 2018) que se cotizaron en la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica de Chile y Bolsa de Comercio de Valparaíso:

Principales Accionistas	Número de Acciones Suscritas	% de Participación
Inversiones SAMS SPA	1.330.019.312	23,04%
Inversiones SMU Matriz Ltda.	1.065.486.855	18,46%
Gestora Omega Ltda Holding y CIA en Comandita por Acciones	410.251.924	7,11%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	293.782.978	5,09%
Fondo de inversión Privado EPSILON	195.413.106	3,39%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	177.012.203	3,07%
Fondo de Inversión Privado Gamma	162.435.161	2,81%
BTG Pactual Chile S A C de B	151.186.118	2,62%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	137.267.116	2,38%
Corpgroup Inversiones Ltda	135.644.898	2,35%
Siglo XXI Fondo de Inversión	128.979.517	2,23%
Corp Group Holding Inversiones Ltda	113.918.392	1,97%
<b>Total 12 mayores accionistas</b>	<b>4.301.397.580</b>	<b>74.5%</b>

Trimestre	Precio Promedio (\$)	N° Acciones Transadas	Volumen Transado (\$)	Presencia Bursátil (% al Cierre Trimestre)
I	\$191	716.209.689	\$134.478.223.363	98,89%
II	\$193	342.289.218	\$66.288.334.267	99,44%
III	\$193	145.820.242	\$28.133.878.752	98,89%
IV	\$190	192.659.940	\$36.399.409.182	97,22%

## Industria

El retail se ha transformado en los últimos años. Esto debido principalmente a los cambios que ha provocado el desarrollo de internet, tecnología y digitalización.

Hoy en día, la venta tradicional (offline) está siendo desafiada por el e-commerce; canal de ventas cada vez más relevante. Sin embargo, desarrollarlo implica desafíos, tanto económicos como operacionales.

Los operadores regionales entendieron a tiempo la necesidad de generar un ecosistema donde lo físico se fusione de manera perfecta con lo digital. Ofrecer una experiencia de compra customizada y única, empodera y fideliza a consumidores.

Para tener éxito, las compañías deben entender cómo evoluciona la ecuación de valor del consumidor. Es por lo que, hoy por hoy, la logística y tecnología juegan un papel crucial para modificarla de manera rápida y eficiente.

Tal como se anticipó en varios IPOM, en el 2018 el PIB redujo su tasa de crecimiento (tasas cercanas al potencial, estimadas entre 3 y 3,5%), debido principalmente al bajo desempeño que tuvo la minería e industria. Según la apreciación de los empresarios encuestados en el informe de Percepción de Negocios (IPN, emitido por el Banco Central), los resultados del 2018 fueron mejores a los observados años anteriores, aunque inferiores a los esperados inicialmente. La evaluación apunta a que, en el último trimestre del 2018, se observó un mayor gasto en inversión, lo que contrasta con un consumo que se percibió menos dinámico. Eso sí, la mayor parte de los empresarios explica que las mayores inversiones responden a la reposición de capital, cambios tecnológicos que buscan reducir costos, cumplir con normativas medioambientales o de seguridad y no necesariamente a ampliaciones de la capacidad instalada. Estos resultados poco satisfactorios también son explicados por las preferencias de los consumidores por seleccionar productos más baratos. Cada vez es más común ver en las salas de las principales

cadenas de supermercados, productos de marcas propias compitiendo codo a codo en las góndolas con conocidas marcas en distintas categorías. Según el Centro de Estudios del Retail (CERET), este tipo de ofertas les entrega una oportunidad a las cadenas de ampliar su mix con productos de ahorro y atraer una mayor variedad de clientes. Durante los últimos años, Cencosud (a través de Jumbo y Santa Isabel), Falabella (con Tottus) y Walmart Chile (con Lider, Express de Lider, SuperBodega aCuenta y Central Mayorista) han activado importantes inversiones para fortalecerse en el segmento. El plus de esta categoría está en la conveniencia que ofrece en momentos de debilidad económica.

El Banco Central estima en tanto, que para estos dos años (2019-2020), la economía chilena seguirá creciendo en torno a su potencial. Se proyecta que el consumo irá en aumento a tasas acordes con el PIB, fundamentado principalmente por el acrecentamiento de la masa salarial, evolución de las horas habitualmente trabajadas y crecimiento del empleo.

### Principales Competidores

Las grandes cadenas de supermercados del país son básicamente 3: Walmart, Cencosud y SMU. La pelea entre estos titanes se ha ido intensificando a lo largo de los años al ir consolidado sus políticas y estrategias.

Walmart desde su llegada en 2009 no ha hecho más que ganar participación de mercado a costa de Cencosud y SMU, diversificando sus formatos y potenciando los Ekono que funcionan como tienda de conveniencia. Esto le ha permitido abarcar todos los nichos. Desde las grandes compras semanales con sus hipermercados Lider, hasta la venta mayorista con sus locales Bodega ACuenta y Central Mayorista. No solo es la cadena que más vende en el país, sino también, la empresa que tiene el mejor indicador de eficiencia en la industria.

Cencosud en tanto, ha mantenido sus dos formatos de supermercados. Con Jumbo, ofrece una mayor variedad de productos, mientras que, con Santa

Isabel, apunta a la masividad. La compañía ha priorizado aumentar su rentabilidad en lugar de ir a buscar participación de mercado.

El EBITDA por metro cuadrado de sala de venta es uno de los indicadores que mejor refleja la eficiencia en la industria de los supermercados. En 2017, Walmart Chile finalizó con un ratio de \$178.531, Cencosud con \$136.370 y un tanto más lejos SMU con \$56.790 (según cifras entregadas por la SVS). Si bien no se tienen los datos exactos para el cierre del 2018, a priori, se estima que el kpi antes señalado no tuvo mayores variaciones.

Como benchmarck para SMU, se consideró a Cencosud y Puerto de Liverpool, al representar de mejor forma la industria chilena y mexicana respectivamente.

#### Cencosud S.A:






<b>Nombre de la Empresa</b>	Cencosud S.A.	
<b>Nemotécnico</b>	Cencosud	
<b>Sector e industrial (Clasificación Industrial)</b>	Retail	
<b>Mercado donde transa sus Acciones</b>	Bolsa de Valores de Chile	
<b>Clase de Acción</b>	A y C	
<b>Principales Accionistas (12 mayores accionistas)</b>	<b>Número de Acciones Suscritas</b>	<b>% de Participación</b>
Inversiones Quinchamali Ltda.	573.754.802	20,04%
Inversiones Latadia Ltda.	550.823.211	19,24%
Inversiones Tano Ltda.	287.328.548	10,04%
Banco Itau por Cuenta de Inversionistas	128.844.704	4,50%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros Ca	122.023.366	4,26%
Banco Santander JP Morgan	106.555.359	3,72%
Paulmann Kemna Horst	70.336.573	2,46%
Fondo de Pensiones Habitat A	56.979.974	1,99%
Fondo de Pensiones Provida C	56.621.821	1,98%
Fondo de Pensiones Cuprum A	49.089.413	1,71%
Fondo de Pensiones Habitat B	45.896.296	1,60%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	45.682.267	1,60%
Otros	769.193.113	26.86%
<b>Total</b>	<b>2.863.129.447</b>	<b>100.00%</b>

Cencosud es uno de los más grandes y prestigiosos conglomerados de retail en América Latina. Cuenta con operaciones activas en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia, dando trabajo a más de 140 mil personas.

Sus operaciones se extienden a través de diferentes líneas de negocios (supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros). Esto convierte a la compañía de capitales latinoamericana en la más diversa del cono sur. Adicionalmente a las operaciones centrales, Cencosud está desarrollando otras líneas de negocios, como corretaje de seguros y centros de entretención familiar.

A continuación, se detallan las unidades de negocio de este grande del retail junto con sus ingresos y EBITDA:

Doce meses al 31 de Diciembre					
Ingresos	2018 CLP MM	Pond.	2017 CLP MM	Pond.	Var. %
Chile	4,546,128	46.60%	4,463,179	42.68%	1.9%
Argentina	2,029,115	20.80%	2,600,228	24.87%	22.0%
Brasil	1,357,931	13.92%	1,577,021	15.08%	13.9%
Perú	1,008,103	10.33%	978,038	9.35%	3.1%
Colombia	813,878	8.34%	838,522	8.02%	2.9%
<b>Total</b>	<b>9,755,155</b>	<b>100.00%</b>	<b>10,456,988</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.7%</b>
EBITDA Ajustado	2018 CLP MM	Pond.	2017 CLP MM	Pond.	Var. %
ChileSM	254,656	65.42%	262,758	59.62%	3.1%
ChileCC	124,171	31.90%	125,953	28.58%	1.4%
ChileMDH	48,896	12.56%	38,740	8.79%	26.2%
ChileTxD	36,130	9.28%	65,093	14.77%	44.5%
ChileSF	19,340	4.97%	19,332	4.39%	0.0%
ChileOtros	93,933	24.13%	71,151	16.14%	32.0%
Chile	389,260	61.24%	440,725	62.71%	11.7%
Argentina	168,713	26.54%	186,655	26.56%	9.6%
Brasil	16,110	2.53%	26,425	3.76%	n.a
Perú	68,367	10.76%	72,296	10.29%	5.4%
Colombia	25,369	3.99%	29,600	4.21%	14.3%
<b>Total</b>	<b>635,599</b>	<b>341.48%</b>	<b>702,851</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.6%</b>

<b>Unidades de Negocio (Chile)</b>	<b>Costanera Center</b>	Proyecto Inmobiliario más grande de Latinoamérica. En su infraestructura alberga al mall de mayor altura de Chile con más de 300 locales comerciales. Entre ellos Jumbo, Easy, Paris, Ripley y Falabella.	
	<b>Retail Financiero</b>	Creado en 2003 con el lanzamiento de la tarjeta de crédito "Jumbo más". En 2011, se inició la implementación a nivel regional de la tarjeta única Cencosud, la que permite aprovechar de mejor forma la marca y lograr mayores eficiencias operativas.	
	<b>Shopping Center</b>	Administración y desarrollo de malls (Alto Las Condes, Florida Center, Portal La Dehesa, La Reina, Viña, Rancagua, Temuco, Valparaíso, Ñuñoa y Mall Costanera Center).	
	<b>Tiendas por departamentos</b>		En 2005, adquirió las Empresas Almacenes Paris S.A. una de las mayores empresas chilenas en este sector. La actividad principal de Paris es la venta minorista de ropa que representa el 50,5%.
			A finales del 2011, se materializó la compra de la cadena Johnson, con más de 40 tiendas de Arica a Punta Arenas, enfocadas en el vestuario femenino y masculino.
	<b>Supermercados</b>		Principal participante del negocio de supermercados en Chile. Estos hipermercados ofrecen un variado surtido de productos. Además de las marcas tradicionales, entrega como opción productos de marca propia, la que ha alcanzado un sólido y fuerte posicionamiento comercial.
			Cadena de supermercados con mayor presencia en Chile. Ofrece en cada plaza una gran variedad de productos, además de una cómoda y conveniente ubicación. Adapta la oferta de productos y servicios a las características de la demanda de cada comunidad.
<b>Mejoramiento del Hogar y Construcción</b>		Especializado en productos y materiales para la construcción, remodelación, decoración y jardinería, manejando un stock promedio de 35.000 artículos diferentes.	



Puerto de Liverpool:

<b>Nombre de la Empresa</b>	El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.
<b>Nemotécnico</b>	Liverpol
<b>Sector e industrial (Clasificación Industrial)</b>	Retail
<b>Mercado donde transa sus Acciones</b>	Bolsa de Valores de Mexico

<b>Accionistas</b>	<b>Número de Acciones</b>	<b>% de Participación</b>
Banco Nacional de México S.A. (N° 15228-3)	278.772.661	20,8%
Banco INVEX S.A. (N° 0327)	217.169.450	16,2%
UBS-ZURICH	123.165.000	9,2%
Banco Nacional de México S.A. (N° 504288-5)	109.114.664	8,1%
Banco INVEX S.A. (N° 0387)	101.169.450	7,5%
BBVA Bancomer Servicios S.A.	76.047.567	5,7%
Pictet Bank & Trust Limeted	59.617.452	4,4%
Scotiabank Invelat S.A.	36.839.656	2,7%
Picter & Cie	5.617.040	0,4%
Citaciones Flexibles S.A.	13.761.238	1,0%
Banco Credit Suisse S.A.	1.880.072	0,1%
Otros	319.041.850	23,8%
<b>Total</b>	<b>1.342.196.100</b>	<b>100,0%</b>

En México, Liverpool es la cadena de almacenes departamentales de mayor cobertura y segunda empresa con mayores ventas. Opera las tiendas Liverpool y fábrica de Francia, además de Suburbia. Ofrece créditos a través de sus tarjetas y percibe ingresos arrendando los espacios de centros comerciales.

Durante el 2018, logró expandirse con cinco nuevos Almacenes y 7 Tiendas Suburbia, los ingresos alcanzaron un crecimiento del 10,9%, las ventas un 10,8% y la relación deuda neta/EBITDA fue menor a 1.

Para el 2019 en tanto, la cadena declara tener fuertes planes de expansión. Esto considera inaugurar 3 Liverpool, 18 Suburbia y 1 centro comercial. No obstante, el proyecto mas importante del Grupo es desarrollar nuevos procesos logísticos, incluyendo un mega centro de distribución. Todo esto con el fin de

mejorar significativamente el servicio de entrega al cliente. El canal digital registró el 5% de las ventas comerciales y se ha convertido en un actor relevante al obtener 50% del click share del mercado nacional. Para el 2019 la empresa anunció la transformación de los 41 almacenes Fábrica de Francia. Dos terceras partes de estas ubicaciones pasaran a ser almacenes Liverpool.

A continuación, se presenta la cantidad de sucursales por filial y los ingresos globales anuales que ha tenido esta compañía:

Operaciones	2.018	2.017	2.016	2.015	2.014
Cantidad de almacenes Liverpool y Fábrica de Francia	136	131	118	108	101
Cantidad de tiendas Suburbia	131	124			
Cantidad de centros comerciales	27	27	25	25	24

Item	2018	2017
Ingresos de actividades ordinarias (CLP\$M)	4.207.099.168	3.357.029.617
Costo de venta (CLP\$M)	-2.882.998.111	-2.298.003.339
<b>Ganancia Bruta (CLP\$M)</b>	<b>1.324.101.057</b>	<b>1.059.026.278</b>
<b>Margen Bruto %</b>	<b>31,5%</b>	<b>31,5%</b>
<b>Utilidad neta %</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.2%</b>

### Capítulo III: Descripción del financiamiento de la empresa

La estructura de financiamiento de SMU contiene un bono vigente, con las siguientes características:

<b>Bono</b>	B
<b>Nemotécnico</b>	BCSMUB
<b>Fecha de Emisión</b>	01/06/2011
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	3.000.000
<b>Moneda</b>	UF
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	01/06/2032
<b>Tipo de Bono</b>	Bullet
<b>Tasa Cupón (kd)</b>	3.8%
<b>Periodicidad</b>	Semestral
<b>Número de pagos (N)</b>	42
<b>Periodo de Gracia</b>	No tiene
<b>Motivo de la Emisión</b>	Sustitución de Pasivos
<b>Clasificación de Riesgo</b>	BBB- (Tendencia positiva / Feller Rate) / BBB (Tendencia estable / Humphreys) / BBB- (Tendencia positiva / ICR)
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)</b>	5,5%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	3.733.352 UF5,2
<b>Valor de Mercado</b>	3.000.000 UF; Valor Par 3.733.352; transado bajo la par.

Por lo demás, SMU cuenta con una clasificación de riesgo internacional. La clasificadora Moody's mejoró las perspectivas de la clasificación desde estables apositivas, manteniéndola en B3.

## Capítulo IV: Estimación de la estructura de capital.

### Deuda Financiera

En el siguiente cuadro, se resume la deuda financiera de SMU entre los años 2014 y 2018 (al 31 de diciembre de cada año).

	2014	2015	2016	2017	2018
Otros Pasivos Financieros Corrientes (UF)	5.720.161	3.879.249	4.788.739	2.624.896	3.504.429
Otros Pasivos Financieros No Corrientes (UF)	32.266.317	30.595.474	27.929.077	27.131.391	20.587.840
<b>Deuda Financiera (UF)</b>	<b>37.986.478</b>	<b>34.474.723</b>	<b>32.717.816</b>	<b>29.756.287</b>	<b>24.092.269</b>

### Patrimonio Económico

Para determinar el Patrimonio Económico de SMU se tuvo que considerar el número de acciones suscritas y pagadas para cada año, para luego multiplicarlos por el precio de la acción local que transa en la bolsa de comercio.

Año	Acciones Suscritas y Pagadas	Precio de la Acción a Diciembre	Patrimonio Económico Bursátil	Patrimonio Económico Bursátil (UF)
2014	3.647.576.856			
2015	3.647.576.856			
2016	3.647.576.856			
2017	5.372.576.856	\$186	\$1.000.803.617	<b>37.346.010</b>
2018	5.773.688.027	\$190	\$1.097.000.725	<b>39.796.870</b>

### Estructura de capital objetivo

Uno de los supuestos utilizados para esta estimación, es que la deuda financiera es igual a su valor de mercado. Considerando, además, los estados financieros anuales de SMU S.A., se obtuvo la estructura de capital promedio de los últimos 2 años.

	2017	2018
Deuda Financiera (B) (UF)	29.756.287	24.092.269
Patrimonio (P) (UF)	37.346.010	39.796.870
Total, Activos (V) (UF)	67.102.297	63.889.139

Las razones que se calcularon para dicho fin son las que se muestran en la siguiente tabla:

Ratios	2017	2018	Prom
Razón endeudamiento (B/V)	44.3%	37.7%	41.0%
Razón Patrimonio (P/V)	55.7%	62.3%	59.0%
Razón Deuda Patrimonio (B/P)	79.7%	60.5%	70.1%

Por tanto, la razón de endeudamiento objetivo es de 41%, la de patrimonio 59%, y la de deuda patrimonio es de 70.1%.

## Capítulo V: Estimación del Costo de Patrimonial de la empresa y del costo de capital de la empresa

Se utilizó la metodología CAPM y posteriormente la WACC para estimar el costo patrimonial de la empresa. Los resultados obtenidos se muestran en los siguientes ítems.

### Beta de la acción y presencia bursátil

El beta para la acción y pvalue, se calcularon gracias al modelo de mercado CAPM:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon$$

Para lograrlo, se consideró la data histórica de los precios de la acción de la compañía, junto con el IPSA, en donde solo se pudieron incluir datos desde el 2017. Esto porque SMU abrió a la bolsa a inicios de ese año.

Los betas fueron calculados utilizando los retornos semanales previos a la fecha de corte. Por otro lado, la presencia bursátil al 31 de diciembre de cada año se obtuvo de los boletines entregados por la Bolsa de Comercio de Santiago.

Los resultados se resumen en la siguiente tabla. Importante destacar que los coeficientes del modelo estimado son estadísticamente significativos a 72 semanas de retornos.

Resumen	2018
Beta Acción	0,925
pvalue	0,000
Presencia Bursatil	99%

### Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para obtener el costo de la deuda (**K<sub>b</sub>**) se tomó la tasa de transacción al 31 de diciembre del año 2018 de la serie de bonos más larga de la empresa. Según lo informado en Bloomberg, la tasa real obtenida es de **5,5%**.

Por otro lado, y considerando el valor antes obtenido, se procedió a estimar el beta de la deuda, a través del método CAPM:

$$K_b = R_f + \beta_b * (PRM)$$

$$\Rightarrow \beta_b = \frac{K_b - R_f}{PRM}$$

$$\Rightarrow \beta_b = \frac{5.5\% - 1.57\%}{6.26\%}$$

$$\Rightarrow \beta_b = 0.628$$

Luego, se calculó el beta de la acción. Para esto se utilizó el beta mencionado en el punto anterior. Por tanto,

$$\text{Beta de la acción} = 0.925$$

Para el beta patrimonial sin deuda, se debió desapalancar el beta de la acción (fórmula de Rubinstein) considerando solo la estructura de capital promedio del año 2017 y 2018. Por otro lado, la tasa de impuesto utilizada será la tasa de impuesto efectiva promedio de 2017 y 2018, la cual asciende a 3.67% (la tasa efectiva de 2017 es de 7.34% y la de 2018 es de 0%).

$$\beta_P^S = \frac{\beta_P^D + (1 - t_c) * \frac{B}{P} * \beta_a}{\left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right)}$$

$$\Rightarrow \beta_P^S = \frac{0.92 + (1 - 3.67\%) * 0.7 * 0.628}{\left(1 + (1 - 3.67\%) * 0.7\right)}$$

$$\Rightarrow \beta_P^S = 0.8$$

Posteriormente de haber obtenido el beta sin deuda, fue necesario apalancarlo para obtener el beta patrimonial con deuda:

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

$$\Rightarrow \beta_P^{\frac{C}{D}} = (1 + (1 - 27\%) * 0.7) * 0.8 - (1 - 27\%) * 0.7 * 0.628$$

$$\Rightarrow \beta_P^{\frac{C}{D}} = 0.9$$

El costo patrimonial se obtuvo utilizando nuevamente la fórmula CAPM, con una tasa libre de riesgo de 2.31%% y un premio por riesgo de 6.26%:

$$E(R_i) = R_f + PRM * \beta_P^{\frac{C}{D}}$$

$$\Rightarrow \text{Costo Patrimonial} = 1.57\% + 6.26\% * 0.9$$

$$\Rightarrow \text{Costo Patrimonial} = 7.18\%$$

Finalmente, y considerando todo lo antes calculado, el costo de capital de la empresa es (estimado a través del costo de capital promedio ponderado):

$$K_0 = K_p * \frac{P}{P + B} + K_b * (1 - t_c) * \frac{B}{P + B}$$

$$\Rightarrow K_0 = 0.0718 * 0.59 + 5.5\% * (1 - 27\%) * 0.41$$

$$\Rightarrow K_0 = 5.88\%$$



## Capítulo VI: Valoración por Múltiplos o Comparables

Para desarrollar este tipo de valoración, es necesario considerar los ratios que se describen a continuación:

### Múltiplos de Ganancias

Estos agrupan los múltiplos cuyo denominador está asociado a las utilidades de la empresa, considerando o no, los efectos de los impuestos, amortizaciones y gastos financieros.

#### Ratio Precio Utilidad (PE):

Este indica el número de veces que el beneficio neto anual de una entidad se encuentra incluido en el precio de una de las acciones de la compañía. Un ratio PE más elevado, indica que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio.

$$PE = \frac{\text{Precio de Mercado de la Acción}}{\text{Utilidad por Acción}}$$

#### Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA):

Este indica el número de veces que debe repetirse el EBITDA para alcanzar el valor de la empresa.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(\text{Valor de mercado patrimonio} + \text{Valor de mercado deuda} - \text{Efectivo})}{EBITDA}$$

Las limitaciones de este ratio, se describen a continuación:

- No incluye los cambios en las necesidades de fondos operativos
- No considera inversiones en activos

Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT):

Similar al anterior, solo que en este caso el denominador es el EBIT (ganancias antes de intereses e impuestos).

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{(Valor\ de\ mercado\ patrimonio + Valor\ de\ mercado\ deuda - Efectivo)}{EBIT}$$

### Múltiplos de Valor Libro

Price to Book Equity (PBV):

Múltiplo recomendado para empresas con crecimiento constante. Cuantifica la relación entre el valor de mercado y valor contable de la empresa, permitiendo además, determinar la rentabilidad de la inversión.

$$PBV = \frac{Valor\ de\ mercado\ patrimonio}{Valor\ de\ libro\ patrimonio}$$

Value to Book Ratio:

Semejante al anterior, solo que éste incorpora los valores de mercado y de libro de la deuda.

$$Value\ to\ Book\ Ratio = \frac{Valor\ de\ mercado\ patrimonio + Valor\ de\ mercado\ deuda}{Valor\ libro\ patrimonio + Valor\ libro\ deuda}$$

## Múltiplos de Ingresos

Estos agrupan los múltiplos cuyo denominador está asociado a los ingresos y/o ventas de la empresa. Determinan el valor de la empresa en función del multiplicador ventas.

### Price to Sales Ratio (PS):

Indica cuánto están dispuestos los inversores en pagar por cada peso de ingreso. Indicador que se relaciona directamente con el crecimiento esperado de la compañía.

$$PS = \frac{\text{Valor de mercado patrimonio}}{\text{Ingresos}}$$

### Enterprise Value to Sales Ratio (VS):

$$VS = \frac{(\text{Valor de mercado patrimonio} + \text{Valor de mercado deuda} - \text{Efectivo})}{\text{Ingresos}}$$

### Valores para la Industria e Indicadores para la Empresa

Los múltiplos de la industria se obtuvieron considerando información de memorias anuales y reportes trimestrales.

A continuación, se muestran los múltiplos anteriormente descritos de SMU, Cencosud y Puerto de Liverpool a diciembre del 2017 y 2018.

Tipo de Múltiplos	Múltiplos	Cencosud		Puerto de Liverpool		SMU		Promedio Industria		Promedio Final
		2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	
Múltiplos de Ganancia	Precio Utilidad (PE)	12	19	17	13	36	33	22	22	22
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	10	9	16	17	12	11	13	12	12
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	14	12	27	35	18	16	20	21	20
Múltiplos de Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	1	1	2	2	2	2	2	1	1
	Value to Book Ratio	1	1	2	2	1	1	1	1	1
Múltiplos de Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0	0	2	1	0	0	1	1	1
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1	1	2	2	1	1	1	1	1

### Valores de la Empresa en Base a Múltiplos de la Industria

Para obtener el valor de la acción bajo este método, es necesario estimar el valor del patrimonio despejándolo de cada uno de los múltiplos calculados anteriormente.

$$\text{Valor Empresa} = \text{Patrimonio Económico} + \text{Deuda Financiera} - \text{Caja}$$

En la siguiente tabla, se muestra el valor del patrimonio y/o valor de la empresa para SMU, junto con el valor de la acción obtenida.

Tipo de Múltiplos	Múltiplos	Promedio Final	EV	Equity	Precio
Múltiplos de Ganancia	Precio Utilidad (PE)	22			<b>\$125</b>
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	12	\$1.889.778.982	\$1.308.319.583	<b>\$227</b>
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	20	\$2.088.794.983	\$1.507.335.584	<b>\$261</b>
Múltiplos de Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	1		\$1.036.073.618	<b>\$179</b>
	Value to Book Ratio	1	\$1.766.322.010	\$1.102.218.628	<b>\$191</b>
Múltiplos de Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1		\$1.823.366.586	<b>\$316</b>
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1	\$2.398.951.497	\$1.817.492.098	<b>\$315</b>
<b>Promedio sin Ventas</b>					<b>\$197</b>
<b>Promedio con Ventas</b>					<b>\$230</b>

## Capítulo VII: Conclusión

Valorar una compañía como se dijo anteriormente no es una ciencia exacta, ya que depende totalmente del evaluador y los supuestos que éste considere a la hora de valorizarla. Actualmente se tiene una gran cantidad de métodos para poder saber cuál es el valor de una empresa. Lo que tiene en común cada método es que cada uno requiere algún tipo de proyección de resultados futuros, los cuales deben ser realistas y consistentes con la información que nos entrega el mercado y distintas entidades financieras. Sin embargo, independiente del modelo escogido, el valor de una empresa estará determinado por su capacidad para generar flujos de caja a partir de sus activos, por la tasa de crecimiento esperada de estos flujos y por el costo de capital.

Dada la simplicidad relativa del método de múltiplos respecto a otras metodologías, y considerando las posibles imprecisiones que puede tenerse, es necesario y de suma importancia, la propuesta de obtener el precio de la acción de SMU considerando el método de flujos de cajas descontado.

Al ver que el crecimiento del precio de la acción no está muy lejos de la actualidad, nos muestra que el periodo que viene para SMU es de madurez de su acción, ya que al ser una acción nueva que lleva 2 años en el mercado necesita posicionarse y demostrar que es capaz de sostenerse en el tiempo.