



“VALORACIÓN DE EMPRESA SMU S.A.”

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumna: Ana Sofía Manríquez

Profesor Guía: Mauricio Jara

Santiago, diciembre 2020

Contenido

Resumen Ejecutivo	6
1. METODOLOGÍA	7
1.1. Principales Métodos de valoración	7
1.2. Modelo de descuento de dividendos	8
1.3. Método de flujos de caja descontados.....	8
1.4. Método de múltiplos	11
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	14
2.1. Descripción de la industria	14
2.2. Descripción de la empresa y su historia	17
2.2.1. Descripción de la empresa	17
2.2.2. Reseña histórica	25
2.3. Regulación y fiscalización	26
2.4. Principales accionistas	27
2.5. Empresas de la industria.....	28
3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	36
3.1. Estado de situación financiera	36
3.2. Estado de Resultados	40
3.3. Estado de flujos efectivo	42
3.4. Ratios Financieros.....	44
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	50
4.1. Deuda Financiera	50
4.1.1. Bonos	50
4.2. Patrimonio Económico	53
4.3. Valor Económico de la empresa	53
4.4. Estructura de capital objetivo	54
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	56
5.1. Costo de la deuda	56
5.2. Beta de la deuda	57
5.3. Estimación del Beta patrimonial.....	57
5.4. Estimación del Beta patrimonial sin deuda.....	58

5.5.	Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	59
5.6.	Costo patrimonial.....	59
5.7.	Costo de Capital	60
6.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	61
6.1.	Análisis de crecimiento de la empresa	61
6.2.	Análisis de crecimiento de la industria.....	62
6.3.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	66
6.4.	Análisis del resultado no operacional de la empresa	67
6.5.	Análisis de los activos de la empresa	69
7.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	71
7.1.	Ingresos Operacionales Proyectados	71
7.2.	Costos Operacionales Proyectados.....	71
7.3.	Resultado no operacional proyectado	72
7.4.	Impuesto corporativo proyectado.....	73
7.5.	Estado de resultados proyectados en miles de UF	74
7.6.	Supuestos utilizados	74
7.7.	Estado de resultados proyectado porcentual	76
8.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	77
8.1.	Inversión en reposición	77
8.2.	Inversión en capital físico (CAPEX).....	77
8.3.	Inversión (liberación) de capital de trabajo	78
8.4.	Proyección de los flujos de caja libre.....	81
9.	PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO.....	83
9.1.	Valor presente de los flujos de caja libre	83
9.2.	Activos prescindibles.....	83
9.3.	Deuda Financiera	84
9.4.	Valorización económica de la empresa y precio de la acción.....	85
9.5.	Análisis de sensibilidad	86
10.	CONCLUSIONES	87
Anexos.....		88
	Estado de resultados Consolidado en UF	88
	Estado de Situación Financiera Consolidado en UF	89

Bibliografía	90
--------------------	----

Índice de tablas

TABLA 1: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	17
TABLA 2: PRINCIPALES ACCIONISTAS SMU.....	28
TABLA 3: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS	36
TABLA 4: ESTADO DE RESULTADOS COMO PORCENTAJE DE LOS INGRESOS.....	40
TABLA 5: ESTADO DE FLUJO EFECTIVO EN UF	42
TABLA 6: RATIOS DE LIQUIDEZ	44
TABLA 7: RATIOS DE ENDEUDAMIENTO.....	45
TABLA 8: RATIOS DE ACTIVIDAD	46
TABLA 9: RATIOS DE RENTABILIDAD	47
TABLA 10: ANÁLISIS DUPONT	48
TABLA 11: BONOS SMU (PARTE 1).....	50
TABLA 12: BONOS SMU (PARTE 2)	51
TABLA 13: BONOS SMU (PARTE 3)	51
TABLA 14: DEUDA FINANCIERA.....	52
TABLA 15: PATRIMONIO ECONÓMICO.....	53
TABLA 16: VALOR ECONÓMICO	54
TABLA 17: ESTRUCTURA DE CAPITAL ACTUAL	54
TABLA 18: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	55
TABLA 19: BETA PATRIMONIAL	57
TABLA 20: BETA DE LA ACCIÓN ESTIMADO CON 3 AÑOS.....	58
TABLA 21: ANÁLISIS DE INGRESOS EN UF.....	61
TABLA 22: ANÁLISIS DE INGRESOS COMO PORCENTAJE DE LA VENTA.....	61
TABLA 23: ANÁLISIS DE INGRESOS (CRECIMIENTO ANUAL)	62
TABLA 24: ANÁLISIS COSTOS Y GASTOS	66
TABLA 25: ANÁLISIS DEL RESULTADO NO OPERACIONAL (% DE LOS INGRESOS)	67
TABLA 26: CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS	69
TABLA 27: TASA DE CRECIMIENTO DE LA VENTA.....	71

TABLA 28: PROYECCIÓN INGRESOS (UF)	71
TABLA 29: PROYECCIÓN DE COSTOS (UF)	72
TABLA 30: PROYECCIÓN NO OPERACIONAL (UF)	73
TABLA 31: PROYECCIÓN IMPUESTOS.....	73
TABLA 32: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS (UF)	74
TABLA 33: PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS PORCENTUAL.....	76
TABLA 34: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN	77
TABLA 35: INVERSIÓN EN CAPITAL FÍSICO	78
TABLA 36: CLASIFICACIÓN ACTIVOS Y PASIVOS CORRIENTES.....	79
TABLA 37: ESTIMACIÓN CTON.....	79
TABLA 38: ESTIMACIÓN RCTON.....	80
TABLA 39: PROYECCIÓN INVERSIÓN (LIBERACIÓN) DE CAPITAL DE TRABAJO.....	80
TABLA 40: DÉFICIT DE CAPITAL DE TRABAJO.....	81
TABLA 41: PROYECCIÓN FLUJO DE CAJA LIBRE.....	82
TABLA 42: VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS	83
TABLA 43: ESTIMACIÓN ACTIVOS PRESCINDIBLES (UF)	83
TABLA 44: DEUDA FINANCIERA 2020.....	84
TABLA 45: VALORIZACIÓN ECONÓMICA SMU A JUNIO 2020.....	85
TABLA 46: ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	86

Resumen Ejecutivo

El presente estudio tiene como objetivo estimar el precio de la acción de SMU S.A. mediante la metodología de Flujos de caja descontados (FCD) utilizando los estados financieros y la información disponible de la compañía al 30 junio de 2020.

Para poder realizar esta valoración de forma correcta, es que se detalló minuciosamente la empresa y la industria en la que esta opera.

El método de FCD implica la proyección de sus flujos de caja libres y el cálculo de la tasa WACC a la cual estos flujos se van a descontar. Esta estimación se sustenta en base a supuestos obtenidos del análisis de datos históricos y proyecciones futuras del mercado. Todos estos supuestos son descritos en detalle en el presente informe y ayudarán a la correcta proyección del Estado de Resultados que servirá como base para la estimación de los flujos de caja.

Por otro lado, la WACC se calcula en base a la estructura de capital objetivo de la empresa, su tasa de costo patrimonial y la tasa de la deuda.

El resultado obtenido después de la valorización de SMU S.A. realizada en este estudio, muestra una diferencia de -7,5%

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) o iv) en el descuento de flujo de fondos¹. 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 de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables². Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. “Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica”. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp. 249-277.

1.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la acción} = DPA / K_p$$

Donde: DPA , es el dividendo por acción; y K_p , es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (K_p - g)$$

Donde: DPA_1 , son los dividendos por acción del próximo periodo.³

1.3. Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración,

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.

porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

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 opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué 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.⁴

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. 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.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.

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.

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.

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).

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.

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.

1.4. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y

el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa. El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja. Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:⁵

1. Múltiplos de ganancias:

- Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
- Valor / EBIT
- Valor / EBITDA
- Valor / Flujo de caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

2. Múltiplos de valor libro:

- Precio acción / valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos
- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

3. Múltiplos de ventas:

- Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- Value/Sales

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m2 construido en *retail*

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la industria

La industria de los supermercados en el país se caracteriza por ser diversificada y altamente competitiva. Esta se presenta en formatos como: supermercados, hipermercados, mayoristas y tiendas de conveniencia y los tres principales actores del mercado poseen un 57,2% de participación (en términos de m² construidos). Al día 31 de diciembre de 2019, la cantidad de tiendas existentes en Chile alcanzaba el número de 1.273 y 2.395.156 m² de superficie construidas (Feller Rate, 2020) y se estima que el tamaño de la industria fue de alrededor de \$11 billones a diciembre de 2019 (INE, 2019).

Esta industria ha presentado diversas tendencias a través del tiempo, en los últimos años los supermercados más pequeños han tomado mayor relevancia vs aquellos de mayor tamaño (como los hipermercados) asociado principalmente a la ubicación, en dónde existe alta densidad poblacional, pero al mismo tiempo, existe poco espacio disponible. Este comportamiento también responde al cambio en el comportamiento de los consumidores, que hoy en día privilegian la inmediatez y la compra de productos de reposición por sobre la compra de productos de abastecimiento, por lo que no se hace necesario asistir a hipermercados si es que no se necesita buscar un stock más específico. Es este mismo sentido, también es más difícil lograr la fidelización del cliente, para la reposición no siempre es necesario un supermercado, y menos uno especial, pues esto se puede lograr tanto en minoristas como en tiendas de conveniencia. Esto hace que la competencia se centre en ciertos factores clave asociados tanto a la ya

mencionada ubicación como los precios, calidad, surtido, atención al cliente y eficiencia. Si los distintos supermercados logran la diversificación suficiente y con precios accesibles, entonces logran que el consumidor se vuelva indiferente ante el tipo de tienda que buscará para hacer sus compras.

Ante los escenarios adversos que se han vivido en el país desde octubre de 2019 con el estallido social y durante lo que va del año 2020 frente a la pandemia mundial, se ha puesto en jaque a la capacidad de supervivencia de las compañías nacionales. Estas situaciones han evidenciado la resiliencia de la industria supermercadista ante escenarios complejos. Esto derivado del enfoque en comercialización de productos *food*, cuya demanda es más inelástica puesto que ante cualquier escenario, el abastecimiento de alimentos es relevante. Esto se evidenció en el inicio del 18O y la pandemia, en donde las familias se sobre abastecieron para enfrentar los escenarios de incertidumbre, lo que permitió que, a pesar de las bajas de locales disponibles que fueron vandalizados, los márgenes no llegaran a niveles negativos. A pesar de esto, aquellos supermercados cuya oferta se enfoca, además, en productos *non-food*⁶ (como electrodomésticos, ropa y decoración) se pueden ver más afectados vs otros competidores presentes en el mercado.

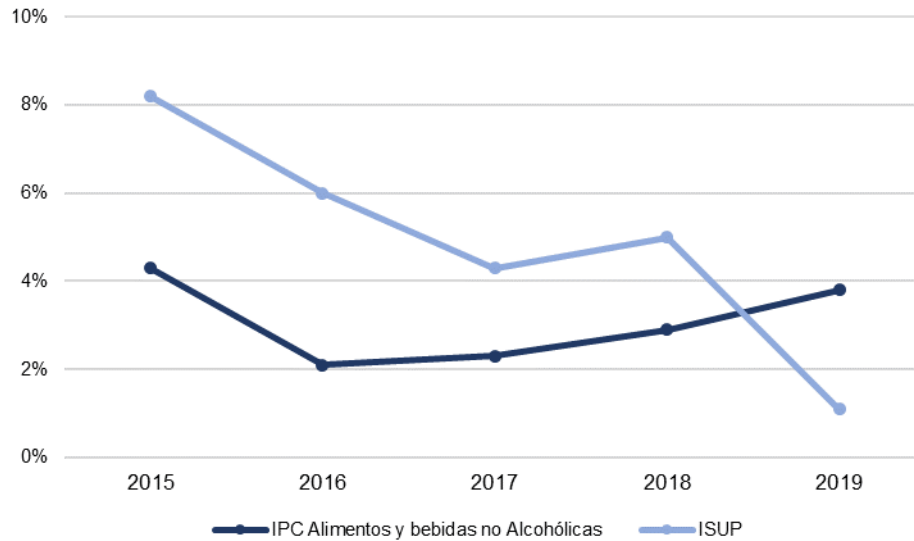
Según Feller-rate, el índice de ventas a precios corrientes de supermercados⁷ (ISUP) medido por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) se encontraba dos puntos porcentuales sobre la inflación de alimentos y bebidas no alcohólicas durante los años

⁶ Productos no alimenticios.

⁷ Estima en el corto plazo la evolución de la actividad de los supermercados, a través de las ventas totales netas de los establecimientos de supermercados con tres o más cajas instaladas y que operen dentro del territorio nacional.

2015 a 2018 y en el último trimestre de 2019 este índice se vio duramente afectado (Gráfico 1).

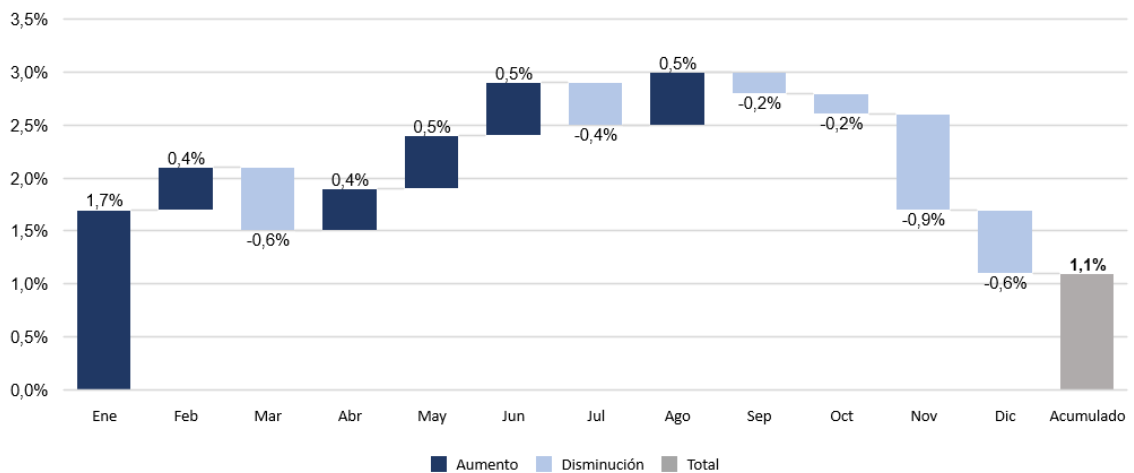
Gráfico 1: Evolución del crecimiento de ventas de supermercados vs inflación de alimentos
Variación anual acumulada del ISUP vs IPC de alimentos y bebidas no alcohólicas



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Feller-rate.

Hasta septiembre de 2019, este índice mostraba un crecimiento acumulado del 2,8%, hacia final de año, este valor llegó al 1,1%, principalmente afectado por la crisis social (Gráfico 2).

Gráfico 2: Aporte mensual en la variación acumulada ISUP en 2019



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Feller-rate.

Dadas las contingencias mencionadas, la industria tuvo que adaptarse, es por esto que el *e-grocery* y el comercio online cobró gran relevancia. A pesar de que las plataformas “*last millers*” que están a cargo de la última milla de despacho, ya habían tomado relevancia (Cornershop, Rappi y PedidosYa), es en este contexto en dónde realmente se fortalecieron, los consumidores ya no se presentaban presencialmente a hacer sus propias compras, las terciarizaban. Esto obligó a las empresas a fortalecer estos canales y a adaptarse a la nueva forma de comprar. Lo que ha hecho que varias compañías desarrollen sus propias tiendas de ventas online.

2.2. Descripción de la empresa y su historia

2.2.1. Descripción de la empresa

Tabla 1: Descripción de la empresa

Antecedentes	Nombre de la empresa
Ticket o Nematécnico	SMU
Clase de acción	Comunes
Derechos de cada clase	Derecho a Voto
Mercado donde transa	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa electrónica de Chile, Bolsa de Comercio de Valparaíso
Descripción de la empresa	Tercer actor de la insutria supermercadista en Chile. Presente en las 16 Regiones del país en sus diferentes formatos (Unimarc, SMU, Alvi, Mayorista 10 y Telemercados) además de Perú en sus formatos mayoristas (Mayorsa y Maxiahorro)
Sector e Industria	Industria Supermercadista
Países y Negocios	Sus negocios se centan en Supermercados, Hipermercados, Mayoristas y tiendas de conveniencias.

SMU cuenta con presencia tanto en Chile como en Perú. A nivel nacional, la compañía es la más grande en cuanto a la cantidad de tiendas existentes (513), la tercera en a nivel de ingresos, logrando el 23,1% de participación en el mercado según Feller Rate y tiene presencia en todas las regiones del país en sus diversos formatos y en ubicaciones estratégicas. A través de todas sus unidades de negocio son capaces de atender a

distintos estratos socioeconómicos y, según a ubicación de sus diferentes tiendas, son capaces de adaptar la oferta de productos a las necesidades específicas de los clientes de la zona.

Sus diferentes formatos se detallan a continuación:

Supermercados: Unimarc



UNIMARC

- Supermercado tradicional.
- Poseen 292 tiendas a nivel Nacional con 386.760 m2 construidos y una superficie promedio de 1.340 m2 por tienda.
- Es el canal de ventas más importante para SMU (69,05% de los Ingresos de la compañía).
- Se enfoca en la proximidad y en la reposición de alimentos cuya oferta incluye alimentos perecibles (frutas, verduras, carnes y lácteos) así como abarrotes, alcoholes, productos para el aseo y *non-food*. Este surtido varía entre los 8.000 y 10.000 SKUs por tienda y se adapta a las necesidades de los clientes de las zonas donde se ubican.
- Se centran en una experiencia de compra rápida.
- Alto enfoque en promoción y publicidad, no solo como parte de su estrategia de precios, sino que también como forma de fidelización de clientes logrando penetrar en los hogares “medios” del país y permitiendo diferenciación vs competencia

Mayoristas: Mayorista 10 y Alvi



- Tiendas mayoristas (*low cost*)
- Poseen 99 tiendas a nivel nacional con un promedio de 1.500 m² de superficie por tienda para Mayorista 10 y 1.600 m² para Alvi.
- Representan el 25,7% de los ingresos de SMU.
- Mayorista 10 se enfoca a clientes de los grupos socioeconómicos C3 y D. Mientras que Alvi, se enfoca en comerciantes como dueños de almacenes, botillerías, restaurantes y casinos.
- Ofrecen productos a precios bajos con descuento por volumen.
- Menores costos operacionales vs Unimarc, principalmente porque manejan menos surtido (mayorista 10 alcanza cerca de 3.600 SKUs por tienda y Alvi 4.200 SKUs), menos inversión en publicidad, imagen de las tiendas, sofisticación del servicio y menores costos de reposición asociados a la menor manipulación de la mercadería (productos no se sacan del embalaje para su reposición).

Tiendas de conveniencia: OK Market



- Tienda de conveniencia
- Cuenta con 122 locales a nivel nacional con una superficie promedio de 130 m² por tienda.
- Representa el 2,3% de los ingresos de SMU.
- Es una tienda al “paso” que se ubica en zonas urbanas, laborales y universitarias, con amplios horarios de atención.

- Se enfoca en estratos socioeconómicos A, B, C1 y C2.
- Tiene un surtido aproximado de 1.400 SKUs que se constituye principalmente de platos preparados, chocolates, alcoholes, panadería, pastelería y tabaquería. Además de facilitar el pago de cuentas de servicios básicos y cajeros automáticos.
- Su surtido se adapta según la zona donde se ubiquen.

Venta de alimentos por internet: Telemercados.cl



- Venta por internet (e-grocery)
- Representa el 0,4% de los ingresos de SMU.
- Enfocado a estratos socioeconómicos A, B, C1, C2 y C3.
- Ofrece alimentos de marcas conocidas a precios accesibles que pueden comprarse directamente a través de la página web o a través de venta telefónica y estos se despachan directamente a la vivienda del cliente.
- A pesar de que cuentan con esta plataforma, la compañía tiene alianzas con Rappi y Pedidos Ya para algunas de sus tiendas Unimarc y OK Market.

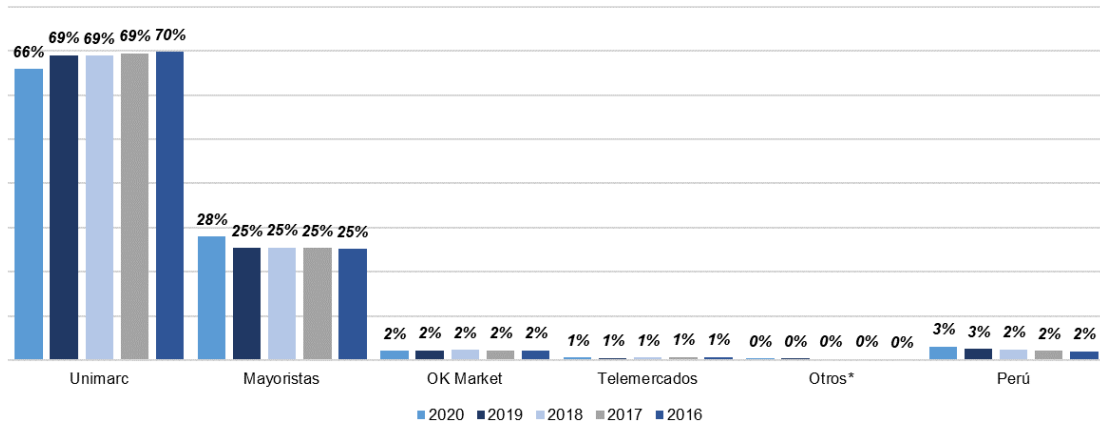
Tiendas en Perú: Mayorsa y Maxi ahorro



- Tiendas Mayoristas (Mayorsa) y Supermercados Económicos (Maxiahorro)
- Cuenta con 24 locales en Lima y otras provincias con un promedio de 800 m² por tienda.
- Se enfocan en clientes comerciantes y consumidores finales.

El mayor Ingreso de SMU es gracias a su unidad de Supermercados, que representan un 69% de los ingresos totales, la unidad de negocio con menor impacto en los ingresos de la compañía es provocado por el concepto de Telemercados, que representan cerca del 1% de los ingresos generados por la compañía. Al segundo trimestre de 2020, los ingresos de la unidad de negocios Unimarc, alcanza un 66%, lo que refleja una disminución, sin embargo, el segmento de mayoristas ha aumentado en 3 puntos porcentuales.

Gráfico 3: % de ingresos totales de SMU por unidades de negocio



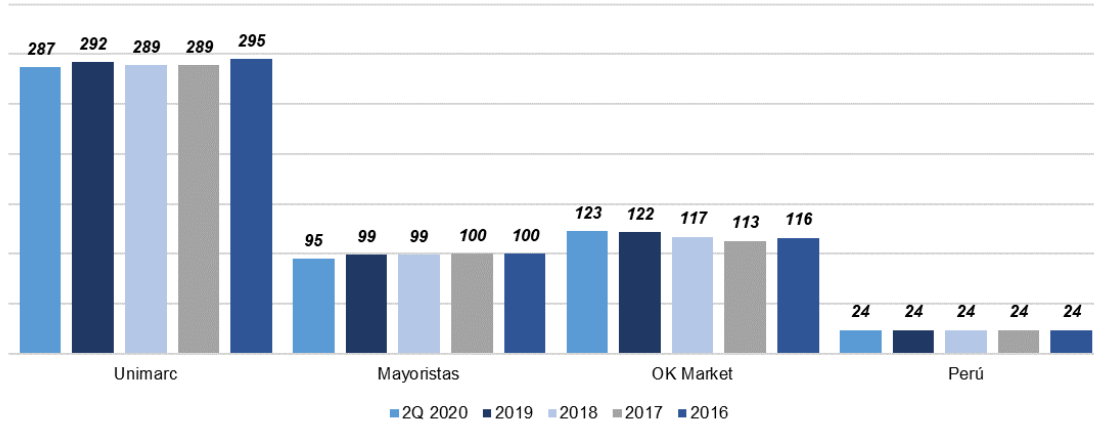
*Otros: Ingresos distintos a los generados por la operación de la empresa.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Análisis razonados.

Durante el período de 2007 a 2011, SMU logró una escala a nivel nacional significativa que fue lograda gracias a diversas adquisiciones y fusiones, esto le permitió forjar los cimientos para poder lograr la cobertura y participación de mercado actual, sin embargo, esto provocó un crecimiento inorgánico, por lo que presentaba grandes problemas de integración y altos niveles de apalancamiento que afectaron los resultados de la empresa. En base a este crecimiento inorgánico, es que en 2016 se cerraron locales con bajo rendimiento para poder optimizar sus procesos, por lo que pasaron de 295 en 2016 a 289 en 2017. En 2020, se observa una disminución que fue provocada por locales que

se cerraron definitivamente por daños significativos derivados de la crisis social que se manifestó en el último trimestre del año.

Gráfico 4: Número de locales operativos por año y unidad de negocio



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Análisis razonados.

Durante los años 2014-2016, la compañía lanzó su plan trienal que se enfocaba específicamente en la rentabilidad a través de tres pilares fundamentales: fortalecimiento comercial, eficiencia operacional y fortalecimiento financiero y organizacional que vino a entregar un orden luego del crecimiento inorgánico que sufrió la compañía. Este plan les permitió aprovechar los diversos beneficios de las inversiones que realizaron en áreas como: ubicación, marcas, sistemas de información e infraestructura. Para los años 2017-2019, SMU implementó su plan estratégico CIMA que recogió varios aspectos de su plan trienal anterior como la eficiencia operacional y el fortalecimiento financiero y que, además, contemplaba otros cuatro pilares importantes: Experiencia del cliente, organización alineada y comprometida, sostenibilidad y desarrollo tecnológico.

El detalle de cada pilar se detalla a continuación:

Experiencia del cliente: la compañía tiene como eje central aumentar la venta a través de mejorar la experiencia de compra de los clientes. Esto se concretó a través de la reconversión de 130 tiendas en cinco años para mejorar el layout de las tiendas mejorando así el recorrido de los clientes y enfocándose en productos perecibles. Por otro lado, concretó la apertura de nuevas tiendas, para continuar con su estrategia de ubicación estratégica y cercanía a los clientes. En el mismo sentido, profundizaron la fidelización y conocimiento de sus clientes, para poder entregar mejor surtido de productos y mejorar su actividad promocional.

En 2018 la empresa completó la reconversión de 40 locales y para 2019 continuaron con esto, incorporando, además, los locales Alvi. Abrieron cuatro Unimarc y 13 OK Market entre 2017-2019. Además del lanzamiento del programa “Club Ahorro Unimarc” .

Eficiencia Operacional: se enfoca en controlar los gastos operacionales y mejorar la disponibilidad de productos a través de la “centralización logística” utilizando los centros de distribución que posee la empresa a lo largo del país.

Organización Alineada y Comprometida: contempla el compromiso de los más de 30.000 colaboradores con los que cuenta la compañía. Enfocando los esfuerzos en la gestión del talento y gestión del cambio a través de capacitaciones del personal.

Sostenibilidad: Establece un modelo de sostenibilidad corporativo de ocho ejes: i) gobernanza ii) cultura de integridad y gestión ética, iii) personas, iv) cliente al centro, v) abastecimiento responsable, vi) compromiso con la sociedad, viii) medioambiente y viii) desempeño financiero.

Desarrollo tecnológico: Enfocado en desarrollar estrategias para apoyar las necesidades operacionales que vienen de la mano con soluciones tecnológicas que pongan el cliente al centro. La tecnología es clave para el negocio del retail, por lo que se ha puesto principal enfoque en las herramientas tecnológicas para digitalizar procesos de gestión interna, análisis de datos y CRM para mejorar la interacción con clientes.

Fortalecimiento Financiero: después del crecimiento inorgánico de SMU, se buscó mejorar la estructura de capital y posición financiera reduciendo significativamente los niveles de endeudamiento, refinanciando pasivos en mejores condiciones, aplanando el calendario de vencimiento, reduciendo sus gastos financieros y eliminando el riesgo de tipo de cambio. Todo esto se tradujo en una mejora significativa en las clasificaciones de riesgo obtenidas por la compañía, pasando de BBB- a principios del 2018 a A- a fines de 2019.

Para los años 2020-2022 la empresa desarrolló un nuevo plan estratégico que continúa con algunos de los lineamientos estratégicos del plan CIMA ejecutado los años previos como: Experiencia del cliente, Organización Comprometida y Alineada y Sostenibilidad y que, además, considera la capacidad financiera, tecnología y logística como los motores fundamentales del éxito del nuevo plan. Sin embargo, agrega el “Crecimiento Orgánico” que contempla nuevas aperturas (50 locales) durante los próximos tres años tanto en Chile como en Perú.

2.2.2. Reseña histórica

La empresa surgió en el año 1961 bajo el nombre de “Cooperativa Unicoop”, iniciativa de la Iglesia Católica para distribuir alimentos a precios accesibles para sectores medios y bajos de la población. Luego de 21 años (en 1982) cambiaron de propiedad y, con ello, su marca, pasando a llamarse “Unimarc”, nombre que llevan los supermercados de la compañía hasta la fecha. Con este nombre se instalaron en zonas emblemáticas y emergentes en la época, como Avenida Apoquindo, Tobalaba y Vitacura. Durante los 80's adquirieron la cadena “Multiahorro” empezando así, un proceso de expansión.

Es a fines del año 2007, Alvaro Saieh Bendeck y su familia adquieren Unimarc, que en ese entonces contaba con 40 tiendas a nivel nacional y un centro de distribución. Durante esa época, Saieh se une a la familia Rendic, quienes eran los propietarios de Supermercados “Deca” que se ubicaban principalmente en la zona centro-norte del país (III, IV y V Región) y las tiendas existentes se convirtieron prontamente en Unimarc, cuyas operaciones fueron consolidadas a través de la creación de la empresa SMU en el año 2008. En ese mismo año se adquiere BRYC, que contaba con 48 supermercados que pasaron a formar parte de la marca Unimarc y Mayorista 10, que logró la diversificación de sus negocios.

En 2009 adquieren 19 cadenas de supermercados regionales, con lo cual logró sumar 41 nuevas tiendas a su red. En 2010, adquieren 22 cadenas nacionales, entre las que destacan: OK Market y Telemercados Europa, lo que permitió ampliar aún más su red de negocios y sumó 74 tiendas más.

En 2011, SMU se expadió internacionalmente a través de “Alvi” que ya tenía operaciones en Perú bajo la marca de Mayorsa y MaxiBodega. En ese mismo año, adquiere

“Construmart” logrando así expandir su negocio al área de materiales para la construcción y mantenimiento del hogar. Además, la fusión con Supermercados del Sur (SdS) que poseían la cadena MaxiAhorro y Bigger, agregando así un total de 111 nuevas tiendas convirtiéndose en la compañía supermercadista de mayor tamaño medido en número de tiendas.

Desde 2014 a 2016, la empresa se enfocó en el plan trienal mencionado anteriormente, que permitió consolidar las operaciones de todas las adquisiciones y fusiones que realizó a lo largo de los años y, finalmente desde el año 2017 a la fecha se enfocó en el plan CIMA que ya fue ampliamente abordado en apartados anteriores. Cabe mencionar, que en enero de 2017, SMU se abrió a la bolsa por US\$200 millones aproximadamente, lo que significó un hito importante en la historia de la compañía, además, vendió su filial “construmart” para enfocarse principalmente en los alimentos y el negocio supermercadista.

2.3. Regulación y fiscalización

SMU S.A. se encuentra regulada por las entidades que comúnmente fiscalizan las empresas chilenas, estas son:

- 1) **Regulaciones laborales:** a SMU, al igual que todas las empresas nacionales, las regula el código del trabajo.

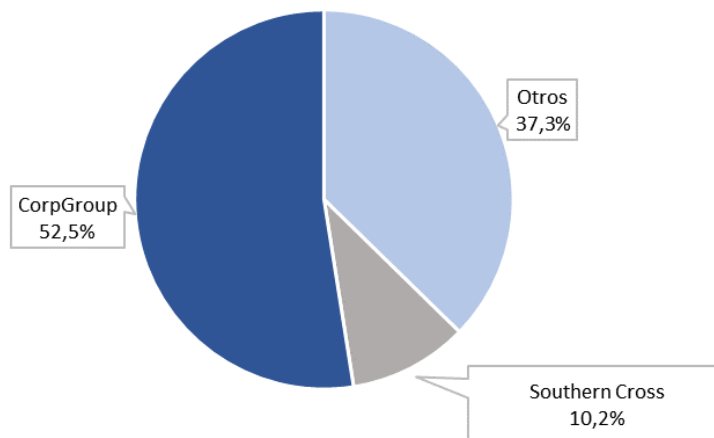
- 2) **Protección al consumidor:** a SMU S.A. lo regula el SERNAC y, como todas las empresas en Chile, es este el ente que vela por los derechos de los consumidores

y los protege bajo las normas que indica la Ley N°19.496 y la modificación N°21.081.

- 3) **Secretarías regionales Ministeriales del ministerio de Salud:** la empresa está sujeta a la fiscalización de estas secretarías que inspeccionan los locales de forma regular y toman muestras para ser analizadas periódicamente de forma de asegurar la seguridad sanitaria en los recintos.
- 4) **Libre competencia:** Todas empresas en Chile están sujetas a la legislación de N°211 que protege la libre competencia cuyos entes fiscalizadores corresponden al Tribunal de Libre Competencia y la Fiscalía Nacional Económica.

2.4. Principales accionistas

Gráfico 5: Accionistas principales SMU S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Análisis razonados.

A día 31 de marzo de 2020, los accionistas principales de SMU S.A. son Álvaro Saieh y familia (Grupo Controlador), con un 52,5% de la propiedad mediante la CorpGroup Holding Inversiones.

Un 10,173% de la propiedad pertenece a Southern Cross Latin America Private Equity Fund III, L.P. y un 37,3% es propiedad de otros 146 accionistas mediante Acciones Comunes, los 12 más importantes se listan a continuación:

Tabla 2: Principales accionistas SMU

Accionistas	N° Acciones Comunes	% Participación
Inversiones SAMS SpA	1.347.798.788	23,3
Inversiones SMU Matriz Limitada	961.378.722	16,7
Gestora Omega Limitada Holding y Compañía en Comandita por Acciones	410.251.924	7,1
Inversión	215.483.458	3,7
Fondo de Inversión Privado Epsilon	195.413.106	3,4
BTG Pactual Chile S A C de B	191.705.461	3,3
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	167.097.315	2,9
Banco de Chile por Cuenta de Citi NA Hongo Kong Cli	163.278.918	2,8
Fondo de Inversión Privado Gamma	162.435.161	2,8
CorpGroup Inversiones Limitada	135.644.898	2,4
Siglo XXI Fondo de Inversión	120.548.636	2,1
Banco Itau Corpbanca por Cta de Inversionistas Extranjeros	114.819.375	2,0
Total 12 mayores accionistas	4.185.855.762	72,5

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Análisis razonados.

2.5. Empresas de la industria

En Chile, los principales competidores abiertos a la bolsa que compiten con SMU son Cencosud y Falabella.

1) Cencosud

Cencosud S.A. cotiza en la bolsa de valores de Santiago y en la Bolsa Electrónica bajo el nemotécnico de CENCOSUD y tiene presencia en cinco países de Latinoamérica: Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia en sus distintos formatos: Supermercados,

Centros Comerciales, Mejoramiento del Hogar, Tiendas por Departamento, Servicios financieros entre otros. Esto le permite competir en industrias diversificadas y con un amplio alcance de consumidores.

El detalle de estas unidades de negocio en el mercado nacional se listan a continuación:

Tiendas por departamento:



- **París:** una de las mayores empresas de retail en el país, Cencosud adquirió esta empresa en marzo de 2005, cuya actividad principal es la venta minorista de ropa (50,5% de los ingresos), Electrodomésticos, electrónica y tecnología (49.5%) restante. Esta unidad posee “Eurofashion” que desarrollan marcas exclusivas como: JJO, Umbrale, Marítimo, Legacy y Foster y maneja las franquicias en Chile de TopShop, TopMan y Women Secret.



- **Johnson:** Tienda por departamentos que se enfoca principalmente en el vestuario femenino y masculino.

Supermercados:



- **Jumbo:** Principales actores dentro de la industria supermercadista de Chile que se encuentran fuertemente posicionados en el segmento al que apuntan, que se caracteriza por ser de mayor poder adquisitivo. Usualmente se ubican en zonas urbanas alejadas del centro de la ciudad por lo que se encuentran en la modalidad de “Hipermercados” caracterizados por poseer una gran superficie. Ofrecen una gran cantidad de artículos alimentarios y abarrotes

tanto de origen nacional como internacional, además de una amplia gama de artículos *non-food* como vestuario, artículos para el hogar y electrodomésticos.



- Se enfocan en segmentos más populares de la población, ubicándose en zonas altamente pobladas. Estas convenientes ubicaciones y su gran variedad de oferta de productos de reposición, le permiten adaptar su oferta dependiendo de la comunidad en dónde se ubiquen.

Mejoramiento del Hogar y construcción:



- Se especializan en productos y materiales para la construcción, remodelación y jardinería. Manejan más de 35.000 SKUs que varían dependiendo de las necesidades de cada región en donde se ubican que además ofrece la modalidad de venta a pedido.

Costanera Center:

- Costanera Center alberga el mall de mayor altura de Chile y posee más de 300 locales comerciales, además de una amplia oferta gastronómica y salas de cine. Este es el proyecto inmobiliario más grande de Latinoamérica con más de 700.000 m² construidos.

Shopping Center

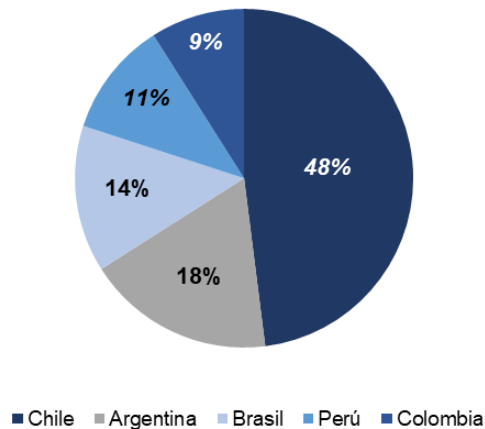
- Cencosud administra y desarrolla los malls: Alto Las Condes, Florida Center, Portal la Dehesa, Portal La Reina, Portal Viña, Portal Rancagua, Portal Temuco, Portal Valparaíso, Portal Ñuñoa y Mall Costanera Center.

Retail Financiero

- Contempla la creación de la tarjeta Cencosud que agrupa las diversas tarjetas ofrecidas por la Compañía como: Más París, Más Jumbo y Más Easy.

La venta a nivel nacional es la que representa el mayor porcentaje de ingresos de la compañía, situándose en un 48% del total de US\$13.139 MM consolidados, luego le sigue Argentina, Brasil, Perú y Colombia.

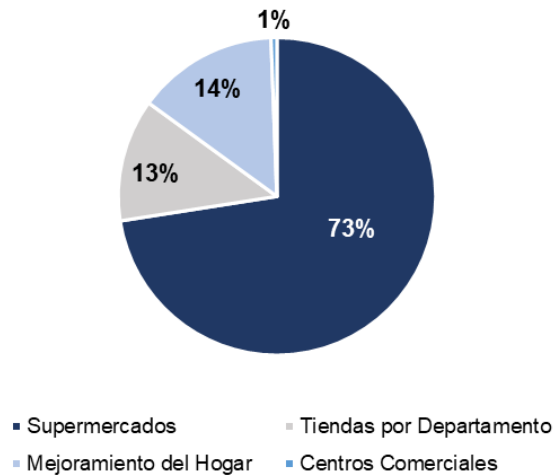
Gráfico 6: % de Ingresos por país



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Memoria 2019 de Cencosud.

Cencosud compite con SMU en la categoría de Supermercados, esta categoría es la que representa el mayor porcentaje de ingresos dentro de la compañía y se distribuye de la siguiente forma en sus distintas unidades de negocio en el mercado nacional para el 2Q de 2020:

Gráfico 7: % de Ingreso por Unidad de negocio en Chile



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Memoria 2019 de Cencosud.

A junio de 2020, Cencosud posee 247 tiendas de supermercados entre sus tiendas Jumbo y Santa Isabel, 36 tiendas de mejoramiento del hogar, 79 tiendas por departamento y 35 Centros Comerciales.

2) Falabella

La sociedad Falabella S.A. cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago y en la Bolsa Electrónica de Chile bajo el Nemo técnico FALABELLA. Es una de las mayores plataformas de retail a nivel latinoamericano. Están presente en siete países: Chile, Colombia, Perú, Argentina, Brasil, Uruguay y México en sus diversos formatos como: Tiendas por Departamento, Tiendas de mejoramiento del hogar, supermercados, bienes inmobiliarios y servicios financieros.

Sus diversos formatos a nivel nacional se describen a continuación:

Tiendas por departamento:



- **Falabella:** Plataforma retail más grande de Latinoamérica con presencia de tiendas físicas y online. Comercializa vestuario, productos de uso personal y del hogar. Impulsa fuertemente el posicionamiento de marcas propias, marcas exclusivas y marcas internacionales.

Mejoramiento del hogar:



- Principal comercializadora de materiales de construcción y artículos para el mejoramiento del hogar de Latinoamérica en sus distintos formatos como tiendas físicas y online. Dentro de estas tiendas, podemos encontrar Sodimac Homecenter, Sodimac Constructor, Homy e Imperial.

Supermercados



- Tottus opera en distintos formatos como supermercados e hipermercados, lo que le permite adaptarse al lugar donde se ubica, que pueden ser lugares de alta concentración poblacional y lugares sub urbanos. Ofrece una gran cantidad de productos tanto de marcas nacionales y tradicionales como marcas exclusivas. Posee una plataforma de ecommerce.

Servicios Financieros



- Es el mayor emisor de tarjetas de crédito en Chile y Perú, inicialmente se enfocaba en ofrecer crédito a los clientes de las tiendas de retail, han evolucionado a una propuesta integral que ofrece diversos servicios como: crédito, servicios bancarios, seguros y viajes.

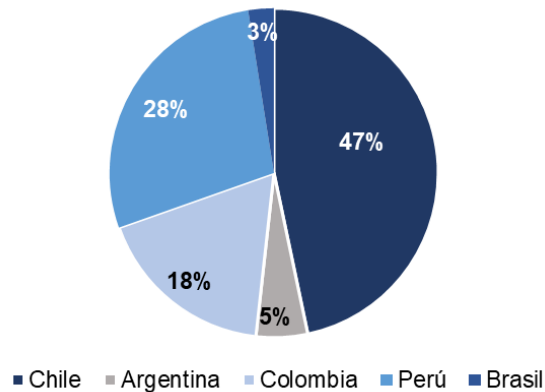
Shopping Center



- Opera y administra centros comerciales en dos compañías: i) Mallplaza, que es una de las principales cadenas de centros comerciales tanto en Chile como en Latinoamérica; ii) Falabella Inmobiliario, que opera centros comerciales de menor escala que usualmente poseen tiendas ancla (Falabella, París, Ripley), tiendas menores y entretenimiento.

La venta a nivel nacional es la que representa el mayor porcentaje de ingresos de la compañía:

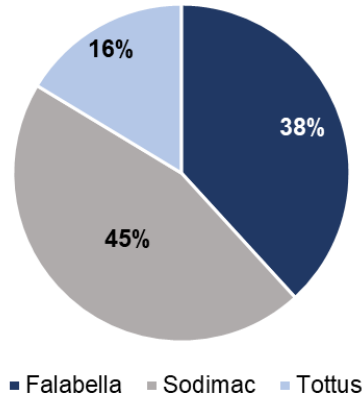
Gráfico 8: % Ingresos por país



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Release de Resultados 2Q-2020 de Falabella.

SMU compite con Falabella en la categoría de Supermercados, un 16% de los ingresos dentro de la compañía y se distribuye de la siguiente forma en sus distintas unidades de negocio en el mercado nacional para el 2Q de 2020:

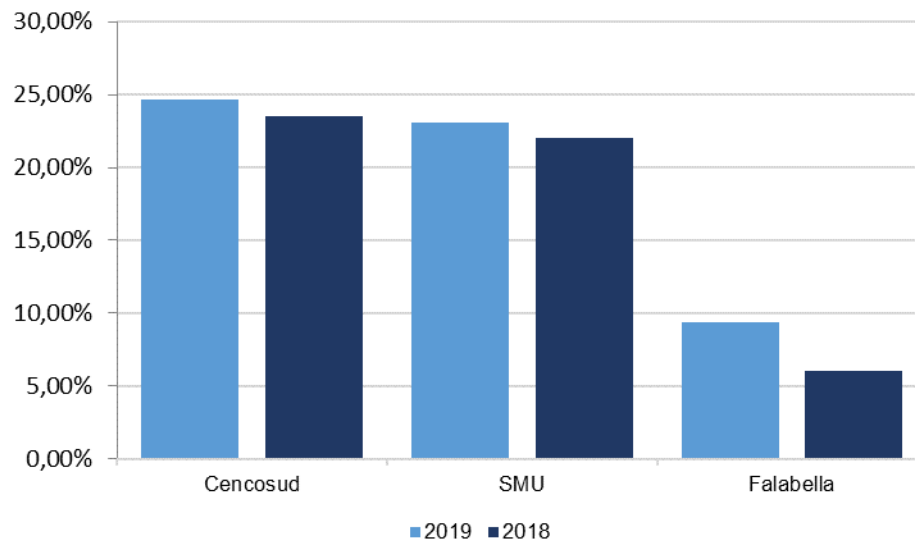
Gráfico 9: % de Ingreso por Unidad de negocio en Chile



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Release de Resultados 2Q-2020 de Falabella.

A nivel de industria la posición de cada uno de estos actores es la siguiente:

Gráfico 10: Participación de mercado principales competidores en Chile



Fuente: Elaboración propia en base a datos publicados por Feller-Rate 2020.

3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

3.1. Estado de situación financiera

A continuación, se presenta el estado de situación financiera medido como porcentaje de los ingresos de la compañía:

Tabla 3: Estado de situación financiera como porcentaje de los activos

Estado de Situación Financiera (UF)	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
ACTIVOS						
ACTIVOS CORRIENTES						
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	2,7%	5,8%	4,6%	2,4%	2,1%	3,5%
Otros Activos Financieros Corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros Activos No Financieros Corrientes	0,7%	1,2%	1,1%	0,9%	1,1%	1,0%
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	4,6%	2,5%	3,2%	4,4%	4,0%	3,7%
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes	0,4%	0,8%	0,5%	0,1%	0,0%	0,4%
Inventarios	11,8%	10,2%	10,8%	9,4%	9,6%	10,4%
Activos por Impuestos Corrientes	0,4%	0,3%	0,4%	0,2%	0,1%	0,3%
Activos No Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta	0,0%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%
Total Activos Corrientes	20,6%	26,1%	20,5%	17,4%	17,0%	20,3%
ACTIVOS NO CORRIENTES						
Otros Activos Financieros No Corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros Activos No Financieros No Corrientes	1,2%	1,3%	1,0%	0,1%	0,1%	0,7%
Cuentas por Cobrar No Corrientes	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas No Corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,4%	0,2%
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	0,0%	0,2%	0,2%	0,7%	0,7%	0,3%
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	4,3%	4,1%	4,0%	3,2%	3,0%	3,7%
Plusvalía	26,3%	24,9%	26,2%	22,9%	23,2%	24,7%
Propiedades, Plantas y Equipos Neto	24,5%	21,6%	24,2%	34,8%	34,6%	27,9%
Activos por Impuestos Diferidos	23,1%	21,7%	23,7%	20,5%	21,0%	22,0%
Total Activos No Corrientes	79,4%	73,9%	79,5%	82,6%	83,0%	79,7%
TOTAL ACTIVOS	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

Estado de Situación Financiera (UF)	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
PASIVOS						
PASIVOS CORRIENTES						
Otros Pasivos Financieros Corrientes	7,0%	3,7%	5,3%	6,7%	9,5%	6,4%
Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar Corrientes	25,2%	21,8%	23,1%	18,4%	16,1%	20,9%
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas Corrientes	1,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	0,3%
Otras Provisiones de Corto Plazo	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%
Pasivos por Impuestos Corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Provisiones Corrientes por Beneficios a los Empleados	1,3%	0,9%	0,9%	1,0%	0,9%	1,0%
Otros Pasivos No Financieros Corrientes	0,3%	0,2%	0,2%	0,5%	0,2%	0,3%
Pasivos No Corrientes o Grupos de Pasivos para su Disposición Clasificados como Mantenedidos para la Venta	0,0%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%
Total Pasivos Corrientes	34,9%	30,0%	29,9%	27,0%	27,1%	29,8%
PASIVOS NO CORRIENTES						
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	40,7%	38,2%	31,3%	38,0%	38,2%	37,3%
Cuentas por Pagar No Corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cuentas por pagar a Entidades Relacionadas No Corrientes	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%
Pasivos por Impuestos Diferidos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
Otros Pasivos No Financieros No Corrientes	0,6%	0,4%	0,4%	0,2%	0,1%	0,3%
Total Pasivos No Corrientes	45,7%	38,8%	31,7%	38,3%	38,5%	38,6%
TOTAL PASIVOS	80,6%	68,8%	61,6%	65,3%	65,5%	68,4%
PATRIMONIO						
Capital Emitido	53,7%	62,9%	28,9%	25,2%	25,5%	39,2%
Pérdidas Acumuladas	-42,5%	-38,9%	1,3%	2,3%	1,6%	-15,3%
Otras Reservas	8,2%	7,2%	8,2%	7,2%	7,4%	7,6%
Patrimonio Neto Atribuible a los Propietarios de la Controladora	19,4%	31,2%	38,4%	34,7%	34,5%	31,6%
Participaciones No Controladoras	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total Patrimonio	19,4%	31,2%	38,4%	34,7%	34,5%	31,6%
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia.

El Estado de Resultados de la empresa se presenta en términos porcentuales calculados con respecto a los Activos Totales, esta presentación ayudará a identificar de forma más intuitiva las cuentas más importantes en el rubro y entender cómo es que se construye, a nivel de Balance, una compañía supermercadista como lo es SMU.

Los Activos Corrientes de la compañía constituyen en promedio un 20% de los activos totales y se observa que han ido a la baja desde el año 2016 a la actualidad, esto impulsado principalmente por las cuentas de “Efectivo y Equivalentes al Efectivo” y los “Activos No Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como mantenidos para la venta”, que incluye a la unidad de negocios de “Construmart” que fue vendida en el año 2018 para permitir a la empresa enfocarse especialmente en el rubro de supermercados. La cuenta más importante de los AC es el “Inventario” compuesta principalmente por mercaderías e importaciones en tránsito. Se observa que los “Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes” son la segunda cuenta más importante, sin embargo, solo representan un 3,7% promedio del total de activos, con esto se puede intuir a simple vista que no se enfocan en la venta a crédito.

En cuanto a los Activos No Corrientes de la empresa, se puede observar que estos constituyen, en promedio, el 80% del total de Activos, esto impulsado por tres partidas: “Plusvalía; Propiedades, Plantas y Equipos Neto y Activos por Impuestos Diferidos”, lo que las hace las cuentas más importantes de los Activos con los que cuenta la compañía. De estas, la partida más relevante está constituida por “propiedades, plantas y equipos, neto”, esto impulsado porque desde el año 2019 y gracias a la NIIF 16, los Arriendos de Locales pasaron a constituir parte del Activo y se reconocen como “Derechos de uso” lo que aumentó el porcentaje de participación sobre los Activos en los dos últimos años, pasando de un 24,2% en 2018 a un 34,6% en el segundo trimestre de 2020. Los conceptos regulares más importantes que formaban parte de esta cuenta antes del cambio de norma son: “Instalaciones fijas y accesorias; Plantas y Equipos; y Edificios”. Todas estas se mantienen en valores similares hasta la fecha, por lo que el aumento de este concepto es explicado en su totalidad por efecto NIIF 16.

Por otro lado, se tiene la cuenta de “Plusvalía” cuya participación sobre el total de activos es de un 25% promedio y se mantiene muy estable a lo largo de los años. Esta reconoce el valor de las nuevas unidades de negocio adquiridas por la compañía mediante una estimación de los flujos futuros que estas generan y se basa principalmente en que cada una de estas adquisiciones, cuando son incorporadas a la compañía y forman parte de alguna de las cadenas que posee la empresa, generan sinergias y, por tanto, el valor estimado es superior a lo que podría generar individualmente cada una de estas empresas lo que ocasiona que esta plusvalía sea mayor al valor de compra del Activo.

En último lugar, tenemos los activos generados por impuestos diferidos, que son generados por las pérdidas fiscales reconocidas por la compañía.

A nivel de Pasivos, los Pasivos Corrientes están muy centrados en las “Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar” que son un 21% promedio del total de Pasivos, principalmente por las cuentas por pagar a Proveedores.

En cuanto a los Pasivos No Corrientes, los “Otros pasivos Financieros No Corrientes” representan un 37% promedio de del Total de pasivos, que incluyen el efecto de la NIIF 16 y la deuda por los bonos emitidos por la compañía.

3.2. Estado de Resultados

Tabla 4: Estado de Resultados como porcentaje de los Ingresos

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (UF)	2016	2017	2018	2019	1S 2020	Promedio
Ingresos de Actividades Ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	-73,5%	-72%	-72%	-70%	-71%	-72%
Margen Bruto	26%	28%	28%	30%	29%	28%
<i>Margen Bruto (%)</i>	<i>26,5%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,5%</i>	<i>29,7%</i>	<i>29,5%</i>	<i>28,5%</i>
Gastos de Distribución	-0,9%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Margen de Contribución	26%	27%	27%	28%	28%	27%
<i>Margen de Contribución (%)</i>	<i>25,6%</i>	<i>27,1%</i>	<i>27,2%</i>	<i>28,3%</i>	<i>28,0%</i>	<i>27,3%</i>
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	-20,0%	-21%	-21%	-20%	-21%	-20%
EBITDA	5,6%	6,3%	6,6%	8,6%	6,8%	6,8%
<i>Margen EBITDA (%)</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>
Depreciación y Amortización	-2,2%	-2%	-2%	-4%	-4%	-3%
Otras Ganancias (Pérdidas)	-0,2%	0,1%	-0,5%	-0,4%	0%	0%
Ingresos Financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Costos Financieros	-3,0%	-2,9%	-2,4%	-2,2%	-2%	-3%
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencias de Cambio	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultados por Unidades de Reajuste	-1%	0%	-1%	0%	0%	-1%
Resultados Financieros	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Utilidad (Pérdida) Antes de Impuesto	0%	1%	1%	2%	0%	1%
Ingreso por Impuesto a las Ganancias	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Utilidad (Pérdida) del Período de Operaciones Continuas	0%	1%	1%	2%	0%	1%
Utilidad (Pérdida) del Período de Operaciones Discontinuas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (Pérdida) del Período	0,5%	1,2%	1,4%	1,5%	0%	1%

Fuente: Elaboración propia.

Cabe mencionar que a fines del año 2019 en Chile se vivió una época difícil, gatillada por el estallido social del 18 de octubre y, por otro lado, hasta la actualidad vivimos una

pandemia mundial que también puede tener alguna repercusión en los datos que se analizarán a continuación.

A nivel de resultados, se observa que los Costos de ventas representan cerca de un 70% de los ingresos generados por la compañía y su margen bruto se sitúa en alrededor de un 30%. Los Ingresos se mantienen muy estables en todos los años (se puede observar en el margen bruto sobre ventas), a pesar de los disturbios del último trimestre de 2019 y la pandemia actual, esto porque, como se mencionó anteriormente, el rubro de supermercados y la oferta de productos *food* presentan una demanda inelástica. A esto se le suma el efecto de seguros por lucro cesante de los locales vandalizados durante el 18O que fueron reconocidos en ingresos al cierre de 2019. A pesar de esto, el resultado presentado por la compañía para el primer semestre de 2020 indica una menor venta en comparación al mismo periodo del año anterior. Este menor ingreso es explicado por la cantidad de locales comerciales que se han visto afectados por las cuarentenas en las diferentes regiones del país.

Los Gastos de Administración constituyen alrededor de un 20% de los ingresos de la compañía, y el año 2019 cerró en un 20% que es un punto porcentual menor al 2018 (muy similar al año 2019) que puede explicarse por la disminución de los gastos por arriendos por efecto de la NIIF 16.

El margen EBITDA de la compañía es de un 6,8% promedio, esto se condice con los bajos márgenes que tiene la industria supermercadista, gatillados por los altos costos de ventas y gastos de Administración que incluyen remuneraciones de personal.

A nivel no operacional, la intuición dicta que estos debieron verse afectados por los actos vandálicos del último trimestre de 2019 que se deben reconocer como una pérdida para

la compañía, sin embargo, esto se compensa con gastos no recurrentes registrados el año 2018 asociado al menor gasto financiero por el prepago del bono internacional que mantenía la empresa por un monto de M\$11.904.

La utilidad neta negativa del 1 semestre 2020 se explica, como se mencionó anteriormente, por el menor resultado operacional que presentó la empresa.

3.3. Estado de flujos efectivo

Tabla 5: Estado de flujo efectivo en UF

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MUF)	2016	2017	2018	2019	1S 2020
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	111,38	98,63	98,27	95,87	47,58
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(94,63)	(83,80)	(82,18)	(79,41)	(40,56)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(9,19)	(8,16)	(8,27)	(7,86)	(4,22)
Otros pagos por actividades de operación	(2,94)	(3,49)	(3,32)	(3,50)	(1,76)
Dividendos pagados, clasificados como actividades de operación	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,90)
Intereses recibidos, clasificados como actividades de operación	0,02	0,02	0,05	0,03	0,02
Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados), clasificados como actividades de operación	(0,05)	0,13	(0,05)	0,00	0,00
Otras entradas (salidas) de efectivo, clasificados como actividades de operación	0,00	(0,08)	0,01	0,00	0,00
Flujo de Efectivo Neto Procedente de (Utilizado en) Actividades de Operación	4,59	3,25	4,50	5,12	0,15
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios, clasificados como actividades de inversión	0,00	0,00	1,41	0,00	0,00
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios, clasificados como actividades de inversión	0,00	0,00	(0,01)	0,00	0,00
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras	(0,02)	(0,27)	(0,11)	(0,24)	(0,03)
Préstamos a entidades relacionadas	(0,04)	(0,08)	(0,03)	(0,25)	(0,10)
Importes procedentes de ventas de propiedades, planta y equipo, clasificados como actividades de inversión	0,03	0,03	0,00	0,01	0,00
Compras de propiedades, planta y equipo, clasificados como actividades de inversión	(0,56)	(0,65)	(1,38)	(1,26)	(0,50)
Compras de activos intangibles, clasificados como actividades de inversión	(0,24)	(0,39)	(0,28)	(0,19)	(0,10)
Cobros a entidades relacionadas	0,00	0,00	0,01	0,00	0,05
Otras entradas (salidas) de efectivo, clasificados como actividades de inversión	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flujo de Efectivo Neto Procedente de (Utilizado en) Actividades de Inversión	(0,82)	(1,36)	(0,39)	(1,93)	(0,68)
Importes Procedentes de la Emisión de Acciones	0,00	8,39	2,68	0,00	0,00
Importes Procedentes de Préstamos	3,53	4,86	3,69	4,36	4,19
Préstamos de entidades relacionadas	1,60	0,00	0,00	0,00	0,00
Reembolsos de Préstamos, Clasificados como Actividades de Financiación	(5,70)	(6,04)	(8,79)	(5,09)	(2,25)
Pagos de Pasivos por Arrendamiento Financiero, Clasificados como Actividades de Financiación	(0,46)	(0,46)	(0,82)	(1,43)	(0,85)
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	(0,37)	(3,49)	0,00	0,00	0,00
Dividendos pagados, clasificados como actividades de financiación	0,00	0,00	0,00	(0,35)	0,00
Intereses pagados, clasificados como actividades de financiación	(2,46)	(2,84)	(1,88)	(1,81)	(0,81)
Flujo de Efectivo Neto Procedente de (Utilizado en) Actividades de Financiación	(3,86)	0,42	(5,12)	(4,31)	0,28
Incremento (Disminución) Neto en el Efectivo y Equivalentes al efectivo, antes del Efecto de los Cambios en la Tasa de Cambio	(0,09)	2,32	(1,01)	0,00	0,00
Incremento (Disminución) Neto de Efectivo y Equivalentes al Efectivo	(0,09)	2,32	(1,01)	(1,12)	(0,25)
Efectivo y Equivalentes al Efectivo al Principio del Período	1,93	1,81	4,01	2,92	1,77
Efectivo y Equivalentes al Efectivo al Final del Período	1,84	4,12	3,00	1,79	1,52

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto al EFE, se puede ver que el efectivo y equivalente al efectivo se han mantenido muy constantes a lo largo del tiempo, sin embargo, en el año 2017 y 2018 sufrió un aumento considerable que viene de la mano de una emisión de acciones realizada en ambos años.

El flujo proveniente de las actividades de operación, alcanzan las 151.092 UF y si se proyectan para el cierre de año, estas alcanzan los 2.899.416 UF. Durante el primer semestre de 2020 se registraron aumentos en pagos a proveedores, pagos al personal y pago de dividendos, en comparación al mismo periodo del año anterior.

Los flujos de las actividades de inversión alcanzan 679.897 UF a junio de 2020, lo cual es menor al flujo generado durante el año 2019 (1.933.680 UF). Este valor está afectado en el primer semestre del año en curso por una reducción en el CAPEX de la compañía, que incluye compras de propiedades, plantas y equipos y también la compra de intangibles. Esta disminución es provocada por el contexto de crisis social durante los primeros meses de este año y en el segundo trimestre, se vio aún más afectado por la pandemia mundial.

El flujo generado por las actividades de financiación es positivo y alcanza las 277.719 y es explicado por importes generados por la colocación del Bono Serie-AK y otras deudas de corto plazo adquiridas en el periodo.

3.4. Ratios Financieros

Tabla 6: Ratios de Liquidez

Ratios de Liquidez					
Ratio	2016	2017	2018	2019	1S 2020
Capital de Trabajo	-9.822.948	-2.809.502	-6.157.868	-7.017.891	-7.227.162
Razón Corriente	0,59	0,87	0,69	0,65	0,63
Prueba Ácida	0,25	0,53	0,33	0,30	0,27

Fuente: Elaboración propia.

Para poder estimar de mejor forma los ratios financieros, es que se ha hecho, de manera intuitiva, una proyección de cierre del año 2020, de esta forma no vemos distorsiones tan grandes en estos indicadores asociados a la falta de información asociada al segundo semestre del año en curso.

Al observar el Capital de trabajo, podemos ver que este es negativo. Sin embargo, esto es común en la industria del retail. Esto es provocado porque generalmente sus cuentas por pagar son mas altas que sus cuentas por cobrar, pues se trabaja esencialmente con poco crédito, es una actividad del día a día, en donde el efectivo se ocupa en la compra de inventario que, además, han logrado reducir a su máximo por las eficiencias logradas en la gestión de este y logran obtener descuentos por volumen. Esencialmente, el stock que posee SMU se obtiene sabiendo con anticipación lo que el cliente va a comprar.

La razón corriente se mantiene estable durante los años, este ratio indica que la compañía no es capaz de cubrir sus compromisos de corto plazo con sus activos de corto plazo, esto es provocado por las mismas razones que se comentaban anteriormente, sus cuentas por pagar superan con creces sus cuentas por cobrar y el efectivo disponible. Si además agregamos la Prueba Ácida, en donde quitamos el inventario de los activos corrientes, vemos que este disminuye considerablemente, pues

esta es la cuenta más importante de los activos corrientes para la compañía, cerca del 10% del total de los activos.

El aumento en 2017 de todos los ratios de liquidez vienen de la mano de un aumento de los activos provocado por “Activos No Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedos para la Venta” en dónde se reconoce a la unidad de negocio “Construmart”.

Tabla 7: Ratios de Endeudamiento

Ratios de Endeudamiento					
Ratio	2016	2017	2018	2019	1S 2020
Leverage	4,16	2,21	1,61	1,88	1,90
Deuda/Activos	0,81	0,69	0,62	0,65	0,66
Deuda CP/Deuda Total	0,43	0,44	0,49	0,41	0,41
Pasivos Financieros Netos / Patrimonio					
Cobertura de intereses	1,05	1,45	1,30	1,80	1,45

Fuente: Elaboración propia.

El Leverage ha disminuido considerablemente a lo largo de los años, pasando de un 4,16 en 2016 a un 1,90 según la proyección de cierre de 2020. Esto impulsado por un aumento en el patrimonio asociado a las pérdidas acumuladas, pues en los años 2016 y 2017 se observan pérdidas acumuladas del orden de un 40% de los pasivos totales producto del crecimiento inorgánico que había tenido la empresa durante esos años, el hecho de que hoy no exista una pérdida acumulada, demuestra que los esfuerzos por darle un sentido a los negocios de SMU han logrado sus frutos. También se observa una disminución en el capital emitido por la empresa, sin embargo, esta disminución no es capaz de compensar la disminución de las pérdidas acumuladas. Por otro lado, esto se combina con una leve disminución de los pasivos a lo largo del tiempo, que pasaron de ser un 81% del total de pasivos, a ser un 66%. Estos efectos combinados han tendido a equilibrar la cantidad de patrimonio comprometido vs la deuda adquirida con. Esto también se relaciona con la disminución del ratio de Deuda/Activos de la compañía que

pasó desde 0,81 a 0,66 en 2020. En donde la disminución del Pasivo Total a través de los años (impulsada por una disminución en las Cuentas Comerciales y otras cuentas por pagar Corrientes) y el aumento en el total de activos de la mano de un aumento en Propiedades, plantas y Equipos, han hecho que la relación de la deuda con terceros con respecto a sus activos tienda a equilibrarse hasta alcanzar un 66%. Lo mismo explica la disminución en el Pasivo Exigible/Deuda Total, pues la disminución del Pasivo Corriente fue mayor en proporción a la disminución de la Deuda Total, lo que se traduce en que la proporción de deuda a corto plazo ha disminuido más que lo que ha disminuido la deuda de largo plazo. Esto se condice con el rubro, puesto que usualmente empresas con mayor cantidad de activos fijos tienden a tener una proporción mayor de deuda a largo plazo. En cuanto a la cobertura de intereses, esta ha aumentado a lo largo de los años pasando de un 1,05 a 1,45 en 2020, lo que se traduce en que SMU podría endeudarse 1,45 veces más para que su utilidad neta sea de 0, es decir, hoy puede pagar 1,45 veces los costos financieros actuales con sus beneficios antes de impuestos e intereses. Esto principalmente asociado a una disminución importante en la deuda que mantiene la empresa que ha disminuido un 37%.

Tabla 8: Ratios de Actividad

Ratios de Actividad					
Ratio	2016	2017	2018	2019	1S 2020
Rotación de CxC	29,86	47,96	39,85	25,02	28,25
Periodo Promedio de Cobro	12,06	7,51	9,03	14,39	12,75
Rotación de inventarios	8,47	8,34	8,42	8,25	8,16
Edad promedio del inventario	42,51	43,14	42,75	43,63	44,11
Rotación de Activos	1,36	1,19	1,27	1,11	1,12

Fuente: Elaboración propia.

Las Rotación de las cuentas por cobrar de SMU se sitúan en 28,25, que implica que la empresa no tiene un enfoque importante en las ventas a crédito, si este indicador se

mezcla con el periodo promedio de cobro, se intuye que demoran alrededor de 12,75 días en cobrarlas. Esto se traduce en que SMU ocupa solo un 4% de su capital de trabajo en las cuentas por cobrar, que reafirma lo anteriormente planteado.

La edad promedio del inventario en la actualidad es de 44,11 días, que se traduce en un aumento de un 4% vs el año 2016. Si este indicador lo mezclamos con el promedio de cobro, se puede decir que la compañía se demora cerca de 56,9 días en transformar en caja sus inventarios en el año 2020.

Su Rotación de activos ha disminuido a lo largo del tiempo gatillado por una disminución en sus ingresos vs el año 2016 (provocado por la re expresión de los EEFF en donde hasta el año 2016 se consideraba “Construmart” y 2017 esta unidad de negocio se presenta como “disponible para la venta”) y en un aumento de “Propiedad, Planta y Equipo” en los Activos. A pesar de esto, la rotación de activos se ha mantenido muy estable durante los últimos años. A 2020 este indicador es de un 1,12 que se traduce que a través del tiempo han logrado convertir sus activos más rápidamente en ventas. Se han vuelto más eficientes.

Tabla 9: Ratios de Rentabilidad

Ratios de Rentabilidad					
Ratio	2016	2017	2018	2019	1S 2020
Margen Bruto	26,5%	28,2%	28,5%	29,7%	29,8%
Margen Operacional a ventas (EBIT/Vtas)	3,4%	4,2%	4,5%	4,9%	4,3%
Margen Neto/Ventas	0,5%	1,2%	1,4%	1,5%	0,9%
ROA	0,68%	1,45%	1,82%	1,66%	1,03%
ROE	3,49%	4,66%	4,75%	4,79%	2,98%

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto al Margen Bruto, se puede ver que este se sitúa en un 29,8% y se ha mantenido muy estable durante los últimos 4 años, su aumento constante se explica

porque paulatinamente SMU ha logrado reducir sus costos de ventas. Logrando eficiencias por las sinergias de sus negocios.

Su EBIT/Ventas oscila entre un 4% y un 5% esto quiere decir que un 4% de la venta de SMU se convierte en Resultado Operacional. Como se ha comentado anteriormente, los Márgenes de la Industria Supermercadista suelen ser muy acotados. Esto se aprecia aún más en el Margen Neto/Ventas, que es de un 1% promedio, esto significa que por cada venta de \$100 su utilidad neta aumentará \$1. Los bajos márgenes son provocados por el Elevado Costo de Venta y GAV que se presentan en el rubro.

El ROA de la empresa ha sido variable, en 2016, este se situaba en un 0,68% y hoy se sitúa en un 1,03% lo que se traduce en que han mejorado su eficiencia, pues la utilidad que generan los activos han ido en aumento a lo largo de los años. En la proyección del año 2020 el ROA muestra una disminución vs 2019. Esto por un deterioro principalmente en la venta, afectada por las cuarentenas y los locales vandalizados. La mejora en el ROA, por consecuencia, incide en un mejor ROE, en dónde el retorno que perciben los accionistas es mayor vs los recursos que estos invirtieron.

Al disgregar el ROE mediante el análisis DuPont, se puede observar de forma más certera dónde radica la rentabilidad de la empresa.

Tabla 10: Análisis Dupont

Dupont					
Ratio	2016	2017	2018	2019	1S 2020
Utilidad neta/ventas	0,5%	1,2%	1,4%	1,5%	0,9%
Ventas/Activos	1,36	1,19	1,27	1,11	1,12
Activos/Patrimonio	5,16	3,21	2,61	2,88	2,90
Dupont	3,49%	4,66%	4,75%	4,79%	2,98%

Fuente: Elaboración propia.

En este sentido, se puede observar claramente que la utilidad neta/ventas (el margen neto) incide directamente en la rentabilidad de la empresa. Es decir, a mayor ingreso de actividades ordinarias de la empresa, mayor será el retorno para los accionistas. Por otro lado, el Apalancamiento financiero (Activos/Patrimonio) también incidirán en la rentabilidad, la lógica dicta que mientras mayor sea este multiplicador, más aumentará la rentabilidad, sin embargo, el riesgo también aumentaría. Al 2S de 2020 se puede ver que presentan un apalancamiento financiero mucho menor al que se obtuvo en el año 2016, sin embargo, el ROE no cambió mucho (3,49% en 2016 a 2,98% en 2020). Esto permite concluir que presentan una deuda más sana (que implica menos riesgo) pero han aumentado eficientemente sus márgenes en las ventas, lo que finalmente se traduce a una rentabilidad menos riesgosa.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. Deuda Financiera

4.1.1. Bonos

A continuación, se detallan los bonos con los que cuenta la compañía al 30 de junio de 2020:

Tabla 11: Bonos SMU (parte 1)

	Serie B	Serie G	Serie K
Bono	Serie B	Serie G	Serie K
Nemotécnico	BCSMU-B	BCSMU-G	BCSMU-K
Fecha de emisión	01-06-2011	25-03-2017	25-03-2017
Valor nominal (VN o D)	3.000.000	2.000.000	2.000.000
Moneda	UF	UF	UF
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	01-06-2032	25-03-2021	25-03-2021
Tipo de bono	Francés	Bullet	Bullet
Tasa cupón (kd)	3,80%	4,50%	4,50%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral
Número de Pagos (N)	42	8	8
Periodo de gracia	10 años	Bullet	Bullet
Motivo de la emisión	Prepago de pasivos	Refinanciamiento deuda existente de SMU i) Prepago Bono Serie C (MM\$54) ii) prepago deuda con partes relacionadas (MM\$14.500) iii) prepago partes no relacionadas (MM \$8.000)	Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie K se destinarán en su totalidad al financiamiento del pago de los Bonos Serie C del Emisor
Clasificación de riesgo	ICR: A-, Feller Rate: A-	ICR: A-, Feller Rate: A-	ICR: A-, Feller Rate: A-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	4,00%	5,00%	5,00%
Valor de mercado	Precio: 3.129.600 Precio/Vpar: 104,32 Sobre la par (26-jun-20)	Precio: 2.023.200 Precio/Vpar: 101,16 Sobre la par (26-jun-20)	Precio: 2.013.000 Precio/Vpar: 100,65 Sobre la par (19-jun-20)

Tabla 12: Bonos SMU (Parte 2)

Antecedentes	Serie T	Serie D	Serie W
Bono	Serie T	Serie D	Serie W
Nemotécnico	BCSMU-T	BSDSU-D	BCSMU-W
Fecha de emisión	15-03-2018	10-10-2010	01-06-2019
Valor nominal (VN o D)	4.500.000	3.000.000	1.000.000
Moneda	UF	UF	UF
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	15-03-2025	10-11-2028	01-06-2040
Tipo de bono	Francés	Bullet	Bullet
Tasa cupón (kd)	3,00%	4,70%	2,50%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral
Número de Pagos (N)	8	36	42
Período de gracia	4 años		Bullet
Motivo de la emisión	i) Prepago total o parcial de bonos colocados en mercados internacionales ii) pago de lo adeudado conforme al ctto. de reprogramación y fianza solidaria y codeudora solidaria celebrado el 2014 con algunos bancos locales (5.579.073 UF)	Refinanciamiento de pasivos, operaciones del giro y financiamiento de inversiones del emisor	30% prepago de arriendos con opción de compra o leasing de inmuebles y 70% prepago total o parcial de lo adeudado conforme al ctto. de reprogramación y fianza solidaria y codeudora solidaria celebrado el 2014 con algunos bancos locales y/o prepago de otros pasivos financieros
Clasificación de riesgo	ICR: A-	ICR: A-, Feller Rate: A-	ICR: A-, Feller Rate: A-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	3,04%	4,60%	2,06%
Valor de mercado	4.482.450 Precio/Vpar: 99,61 Bajo la par (25-jun-20)	3.297.300 Precio/Vpar: 109,91 Sobre la par (27-02-18)	940.200 Precio/Vpar: 94,02 Bajo la par (19-junio-20)

Tabla 13: Bonos SMU (Parte 3)

Antecedentes	Serie AK
Bono	Serie AK
Nemotécnico	BCSMU-AK
Fecha de emisión	30-04-2020
Valor nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	30-04-2025
Tipo de bono	Bullet
Tasa cupón (kd)	3,00%
Periodicidad	Semestral
Número de Pagos (N)	10
Período de gracia	-
Motivo de la emisión	Refinanciamiento de pasivos financieros, permitió optimizar calendario de amortizaciones.
Clasificación de riesgo	ICR: A-, Feller Rate: A-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	3,50%
Valor de mercado	2.934.600 Precio/Vpar: 97,82 Bajo la par (19-jun-20)

La deuda en la actualidad se compone de 7 Bonos vigentes, el último colocado corresponde a la serie AK el día 30 de abril de 2020 a una tasa cupón de un 3%.

En cuanto al Total de Deuda Financiera se ve un aumento en el 2Q de 2020, impulsado por un aumento en la Deuda Financiera Corriente, pasando de UF 4.921.487 en 2019 a UF 6.759.082 a junio de 2020, específicamente en las “Obligaciones con el público” que contemplan el traspaso al corto plazo de los bonos series G y K, cuyos vencimientos son en marzo de 2021.

Se observa un aumento importante en la deuda financiera en el año 2019, esto por la nueva norma NIIF 16 que provocó que aquellos contratos que a diciembre de 2018 se registraban como Arrendamientos Operativos, pasaran a registrarse como Arrendamientos Financieros en la cuenta “Obligaciones por derechos de uso”, además de un aumento en los “Préstamos bancarios corrientes” debido a la contratación de un crédito para prepagar la cuota de un crédito sindicado que tenía vencimiento el 20 de junio de 2020.

Tabla 14: Deuda Financiera

Deuda Financiera (UF)	2016	2017	2018	2019	1S 2020
Deuda financiera Corriente	4.788.739	2.624.896	3.504.328	4.921.487	6.759.082
Préstamos bancarios (*)	2.034.781	1.517.217	1.819.209	3.098.510	1.978.818
Obligaciones con el público	2.272.118	284.327	1.097.491	93.127	3.080.149
Obligaciones por derechos de usos con opción de compra	71.380	124.889	256.943	290.146	262.200
Obligaciones por derechos de uso	410.460	615.091	330.685	1.439.704	1.437.914
Derivados		83.372			
Deuda financiera no Corriente	27.929.077	27.131.391	20.587.250	27.913.345	27.328.946
Préstamos bancarios (*)	6.796.199	3.912.057	1.975.091	243.695	414.677
Obligaciones con el público	11.404.767	14.601.189	10.318.972	11.422.911	11.411.865
Obligaciones por derechos de usos con opción de compra	181.194	233.884	1.811.233	1.701.165	1.579.027
Obligaciones por derechos de uso	9.493.558	8.348.286	6.465.012	14.545.573	13.923.376
Derivados	53.358	35.974	16.943		
Total	32.717.816	29.756.287	24.091.578	32.834.831	34.088.027

Fuente: Elaboración propia.

En junio de 2020, vuelven a disminuir los “Préstamos bancarios, corrientes” debido a la colocación del bono serie AK que se utilizó para prepagar deuda del banco BICE. A pesar del efecto de la norma NIIF 16, se puede notar que en 2019 y lo que va de 2020 el total de la deuda se mantiene muy estable. Sin embargo, para fines del estudio es que se han ajustado costos financieros y, para esto, se agregó para los periodos anteriores el valor de lo que correspondería a la NIIF 16 bajo el siguiente supuesto: al año 2019 el valor de este efecto es un 25% del valor total de la deuda y, por tanto, se agregó este efecto a los periodos anteriores, de esta forma obtendremos periodos comparables entre ellos con un nivel acorde a lo que exige la normativa de cara al futuro, quedando de la siguiente manera:

Tabla 15: Deuda financiera con efecto NIIF 16

	2016	2017	2018	2019	2Q 2020
Deuda Financiera Total (UF)	40.970.975	37.262.393	30.168.746	32.834.831	34.088.027

Fuente: Elaboración propia.

4.2. Patrimonio Económico

A continuación, se presenta la estimación del patrimonio económico de la empresa al cierre de cada año. SMU a la fecha presenta emisión de acciones comunes que no han sufrido variaciones desde el año 2018.

Tabla 16: Patrimonio Económico

	2017	2018	2019	2S2020
Número de acciones	5.372.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856
Precio de la acción	186,28	190,00	146,98	129,14
Total Patrimonio Económico (\$)	\$ 1.000.803.616.736	\$ 1.096.789.602.640	\$ 848.453.346.295	\$ 745.470.575.184
Total Patrimonio Económico (UF)	37.346.010	39.788.071	29.970.157	25.977.825

Fuente: Elaboración propia.

4.3. Valor Económico de la empresa

Para el cálculo del valor económico de la empresa se utilizó como supuesto que la deuda financiera de la empresa es igual valor de mercado de esta deuda. Para esto, se utilizaron los datos calculados en el apartado 4.1. y 4.2. del informe:

Tabla 17: Valor Económico sin ajuste

Valor Económico de la empresa (UF)	2017	2018	2019	1S 2020
Deuda Financiera (B)	37.262.393	30.168.746	32.834.831	34.088.027
Patrimonio Económico (P)	37.346.010	39.788.071	29.969.953	30.526.056
Valor Empresa (V)	67.102.297	63.879.649	62.804.784	64.614.084

Fuente: Elaboración propia.

4.4. Estructura de capital objetivo

Con los datos obtenidos anteriormente, se procede a calcular la estructura capital objetivo de SMU.

Tabla 18: Estructura de capital actual

	2017	2018	2019	1S 2020	Promedio
B/V	44,3%	37,7%	52,3%	52,8%	46,8%
P/V	55,7%	62,3%	47,7%	47,2%	53,2%
B/P	79,7%	60,5%	109,6%	111,7%	90,4%

Fuente: Elaboración propia.

Al observar los valores se puede ver que en el año 2019 y lo que va del año 2020 se presentan datos muy dispares en comparación a aquellos de los periodos 17-18. En particular, aquel que llama más la atención es el ratio de Deuda Financiera/Patrimonio económico que pasa de ser un 60,5% en 2018 a un 109,6% en 2019 y a un 131,2% en junio de 2020. Se intuye que estos resultados son provocados por una combinación de la baja del Valor de la Empresa (V) que tiene que ver con la disminución del precio de la acción a la fecha y, por otro lado, un aumento de la deuda financiera, que se vio fuertemente afectada por la entrada en vigencia de la norma NIIF 16.

Dado que la deuda financiera se ve afectada por la nueva norma, el valor del año 2019 fue ajustado quitando el efecto de la norma, de acuerdo a lo que indican las notas de los estados financieros de la compañía este efecto es de 8.282.677 UF. Para la estimación de este valor se utilizó el promedio de los últimos 3 años y la estructura de capital objetivo es la siguiente:

Tabla 19: Estructura de capital objetivo

Estructura objetivo	2017	2018	2019	Promedio
B/V	55,5%	47,2%	52,3%	49,8%
P/V	55,7%	62,3%	47,7%	55,0%
B/P	99,8%	75,8%	109,6%	92,7%

Fuente: Elaboración propia.

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para poder estimar el costo de capital de la empresa, es necesario evaluar cuál es el riesgo financiero y operacional de la compañía en el largo plazo, este dependerá de que tipo de endeudamiento y en que proporción se espera que la empresa tenga en base a supuestos de una política financiera. Para dicha estimación se utiliza el modelo propuesto por Rubinstein (1973), el cual requiere de supuestos de estructura de capital objetivo, riesgo operacional del negocio y riesgo derivado de buscar financiamiento externo (deuda). Para estimar el Beta operacional, primero se estima el Beta de la acción a través del modelo de mercado, utilizando dos años de retornos semanales.

Cabe señalar, que los parámetros básicos a utilizar son: Tasa libre de riesgo (R_f) de 0,13%, el cual viene aproximado por la YTM de un Bono BTU a 30 años; y una Prima por Riesgo de Mercado (PRM) de 6,26% de acuerdo a lo publicado por Demodaran en julio de 2020.

5.1. Costo de la deuda

Para la estimación del Costo de la Deuda se utilizó la tasa de mercado del Bono cuyo vencimiento corresponda al de mayor duración. En este caso, SMU cuenta con dos bonos que tienen un plazo de vencimiento de 21 años, sin embargo, se ha utilizado la tasa del Bono que fue colocado más recientemente en el mercado, este corresponde al bono serie W colocado el día 01 de junio de 2019 con fecha de vencimiento el día 01 de junio de 2040 con una tasa de 2,8%

$$K_b = 2,9\%$$

5.2. Beta de la deuda

Una vez obtenida la tasa del Costo de la deuda, se calcula el Beta de la deuda (β_d) a través del método CAPM:

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

$$\beta_d = 0,442$$

5.3. Estimación del Beta patrimonial

Para calcular el Beta patrimonial de SMU se obtuvieron los precios semanales de la acción y del índice IGPA, al precio de cierre de cada viernes. Es importante recalcar que la compañía empezó a cotizar en Bolsa el día 27 de enero de 2017, razón por la cual la estimación fue realizada con datos a partir de esa fecha hasta el día 30 de junio de 2020. Con estos precios se calcularon los retornos semanales tanto de SMU como del índice y se calculó el Beta de la acción mediante una regresión con dos años móviles del modelo de mercado $R_{t,i} = \alpha + \beta \cdot R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$. Por otro lado, la presencia bursátil de la empresa fue obtenido de los boletines de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Tabla 20: Beta Patrimonial

	jun-20	jun-19
Beta de la acción	0,5521	0,8599
P-value	0,000%	0,000%
N° observaciones	104	104
R2	0,26	0,31
Presencia Bursátil	92,22	93,89

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla N°19 se observa que el Beta de la deuda a junio de 2020 es de 0,5521 y este es significativo con un 99% de confianza.

Sin embargo, como se recalcó, la empresa empezó a cotizar en bolsa, si se realiza la estimación del beta de la deuda con 2 años móviles, al utilizar el beta a junio de 2020 se estaría dejando alrededor de un 33% de los datos fuera del análisis, para estimar un mejor Beta de la acción se ha decidido utilizar la información desde junio de 2017 a junio de 2020, lo que recoge casi toda la información existente de la empresa y entrega una mejor estimación, sus valores son los siguientes:

Tabla 21: Beta de la acción estimado con 3 años

	jun-20
Beta de la acción	0,6313
P-value	0,000%
N° observaciones	155
R2	0,30
Presencia Bursátil	92,22

Fuente: Elaboración propia.

Como se observa, la estimación realizada mejora el R2 a junio de 2020.

5.4. Estimación del Beta patrimonial sin deuda

La deuda de SMU es una deuda riesgosa, esto porque la tasa de la deuda es mayor a la tasa libre de riesgo (2,9% > 0,13%) por lo tanto, se utiliza el método de Rubinstein para obtener el Beta Patrimonial sin deuda considerando la estructura capital promedio de los años 2019 y 2020, la cual asciende a un valor de 0,95 y una tasa impositiva promedio de 2017 a 2019 de 25,3%

$$\beta_p^c = \beta_p^s \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{\frac{s}{d}} = \frac{\beta_p^{\frac{c}{d}} + \beta_d (1 - tc) \left(\frac{B}{P}\right)}{\left[1 + (1 - tc) \left(\frac{B}{P}\right)\right]} = \frac{0,63 + 0,44(1 - 0,253)(0,95)}{1 + (1 - 0,27)(0,74)}$$

$$\beta_p^{\frac{s}{d}} = 0,55$$

5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para la estimación del Beta patrimonial con deuda, se utilizará la estructura de capital objetivo calculada en el apartado 4.4. cuyo valor es de 92,7% y fue definida a través de un promedio de la relación Deuda/Patrimonio de los últimos dos años de la compañía. Esta fue definida como la estructura objetivo principalmente debido a que se asume que se seguirá el patrón de junio 2020:

$$\beta_p^{\frac{c}{d}} = \beta_p^{\frac{s}{d}} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}\right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{\frac{c}{d}} = 0,55 \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,93] - 0,44 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,93$$

$$\beta_p^{\frac{c}{d}} = 0,63$$

5.6. Costo patrimonial

Para el Costo Patrimonial (Kp) se estima mediante CAPM utilizando el Beta patrimonial con deuda obtenido en el apartado anterior utilizando el mismo PRM (6,26%) y Tasa libre de riesgo planteadas al inicio del apartado 5. Además, el premio por iliquidez, de acuerdo con Amihud (2017), es de 2,06% para Chile. En este sentido, en la estimación del CAPM, se agrega dicho premio por iliquidez, ya que la presencia bursátil de la acción de SMU

muestra que esta no es lo suficientemente líquida, pues la presencia bursátil de la compañía es de un 92,22% para el segundo semestre de 2020.

$$K_p = R_f + \beta_p^c \cdot PRM + \text{Premio por iliquidez}$$

$$K_p = 0,13\% + 0,63 \cdot 6,26\% + 2,06\%$$

$$K_p = 6,12\%$$

5.7. Costo de Capital

Finalmente, la tasa de costo de capital se estimará a través del Costo de Capital Promedio Ponderado o WACC por sus siglas en inglés. Esto se realizará utilizando los valores obtenidos anteriormente tanto de razón de endeudamiento (B/V) como de razón de patrimonio/Valor de la empresa (P/V) y una tasa impositiva de 27% a largo plazo:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - tc) \cdot \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 6,1\% \cdot 0,55 + 2,9\% \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,498$$

$$K_0 = 4,42\%$$

6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

6.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Tabla 22: Análisis de Ingresos en UF

Análisis Ingresos (UF)	2016	2017	2018	2019	1S 2020
INGRESOS					
UNIMARC	58.502.845	58.853.049	57.923.727	56.012.384	26.528.792
MAYORISTAS	21.838.974	21.312.846	21.157.373	20.909.458	10.659.653
OK MARKET	1.863.714	1.842.996	1.858.199	1.849.138	830.547
TELEMERCADOS	494.937	491.651	432.072	298.275	164.146
OTROS	175.616	132.973	237.304	247.957	156.777
SUPERMERCADOS CHILE	82.876.086	82.633.515	81.608.674	79.317.212	38.339.915
SUPERMERCADOS PERÚ	1.451.530	1.609.568	1.661.751	1.821.497	1.047.841
TOTAL SUPERMERCADOS	84.327.616	84.243.083	83.270.425	81.138.709	39.387.756

Fuente: Elaboración propia.

Al observar los Ingresos de SMU se puede ver claramente que los ingresos generados por los supermercados nacionales generan cerca del 98% de los ingresos totales de la compañía. Es en este mismo sentido que la unidad de Unimarc es aquella cuyos ingresos son más importantes dentro pues estos significan, en promedio, un 70% seguidos de los supermercados Mayoristas que representan un 26% promedio.

Tabla 23: Análisis de Ingresos como porcentaje de la venta

Análisis de Ingresos (% de la venta)	2016	2017	2018	2019	1S 2020	Promedio 2016-2019
INGRESOS						
UNIMARC	69,4%	69,9%	69,6%	69,0%	67,4%	69,5%
MAYORISTAS	25,9%	25,3%	25,4%	25,8%	27,1%	25,6%
OK MARKET	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,1%	2,2%
TELEMERCADOS	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%
OTROS	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,2%
SUPERMERCADOS CHILE	98,3%	98,1%	98,0%	97,8%	97,3%	98,0%
SUPERMERCADOS PERÚ	1,7%	1,9%	2,0%	2,2%	2,7%	2,0%
TOTAL SUPERMERCADOS	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto al crecimiento de los ingresos de la empresa, se puede observar un crecimiento constante a través de los años registrando un peak en el año 2016 que viene de la mano de apertura de nuevas tiendas de la marca Unimarc y de mejores ventas de las tiendas existentes (Same Store Sales) lo que refleja la madurez del segmento de supermercados SMU en Chile.

Tabla 24: Análisis de Ingresos (Crecimiento Anual)

Item	2016	2017	2018	2019	Promedio 2016-2019
INGRESOS					
UNIMARC	8,1%	2,3%	1,2%	-0,7%	2,7%
MAYORISTAS	0,5%	-0,7%	2,1%	1,5%	0,8%
OK MARKET	4,5%	0,6%	3,7%	2,2%	2,8%
TELEMERCADOS	3,3%	1,0%	-9,6%	-29,1%	-8,6%
OTROS	7,9%	-23,0%	83,6%	7,3%	18,9%
SUPERMERCADOS CHILE	5,8%	1,4%	1,6%	-0,2%	2,2%
SUPERMERCADOS PERÚ	6,3%	12,8%	6,2%	12,6%	9,5%
TOTAL SUPERMERCADOS	5,9%	1,6%	1,7%	0,1%	2,3%

Fuente: Elaboración propia.

Se puede observar que SMU mantuvo sus ingresos en el año 2019 muy estables comparados el año anterior, esto indica que, aún afectados por la crisis social, logran mantener un nivel de venta y no se ve afectado fuertemente.

6.2. Análisis de crecimiento de la industria

En cuanto a las perspectivas de la industria supermercadista, según reportes de Feller Rate, se prevé la entrada de nuevos competidores en el mercado nacional, de la mano de la compañía Colombiana de *hard discount* “Justo y Bueno”. Este nuevo competidor, junto con los locales que fueron vandalizados durante el estallido social y que no serán

abiertos nuevamente, generarán un rebalanceo en la industria. Con una nueva oferta de locales disponibles.

El avance del Covid en el país, ha demostrado la resiliencia de la industria ante eventos de este tipo. Si bien los supermercados no se han visto tan fuertemente afectados como el comercio minorista y el retail *non-food*, estos igual mostraron una contracción en las ventas del primer semestre, principalmente asociado a abarrotes y perecibles (ICR Chile, 2020). En el escenario futuro, se prevé una mejora para el próximo año de la mano de la llegada de una vacuna, sin embargo, si las perspectivas no son favorables en este sentido, las condiciones operacionales de SMU no serán muy diferentes a las reconocidas el año recién pasado.

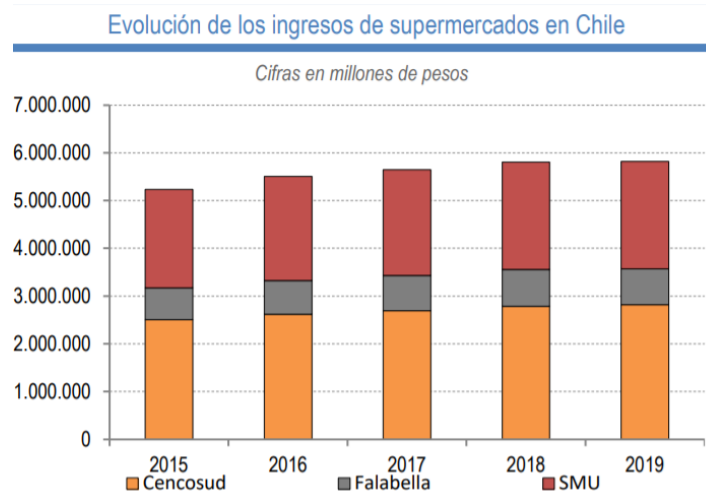
Por otro lado, como ya se ha mencionado en reiteradas ocasiones a lo largo de este informe, durante el cuarto trimestre del 2019 Chile atravesó por una situación difícil ocasionada por la crisis social de octubre. En este sentido, la resistencia de la industria supermercadista ante cambios en los ciclos económicos se mantiene, sin embargo, no se descartan nuevos incidentes para el último semestre de 2020 asociados a actos vandálicos que culminen en el cierre de nuevos puntos de venta, lo que impactaría fuertemente los ingresos de la compañía. En este mismo sentido, muchas de las pérdidas por estos incidentes fueron recuperadas a través de seguros que las compañías mantenían, sin embargo, en el mediano plazo esto se traducirá en alzas significativas en las primas por riesgo asociadas a estos que gatillarán un mayor costo para el sector y pondrá más presiones en lograr eficiencias en otras partidas para cumplir con los resultados.

Además de lo antes mencionado, la industria supermercadista necesita maximizar su rentabilidad por metro cuadrado dado que cada día se vuelve más caro el uso de suelo y la propiedad en las ciudades más urbanizadas de Chile. En este sentido, y como se ha comentado al inicio de este informe (apartado 2.1. “Análisis de la Industria”) la reducción de los tamaños de supermercados y la adaptación a formatos pequeños parece ser la mejor estrategia ante este panorama. Asociado a esto, se observa una oportunidad de crecimiento importante para los supermercados enfocándose en áreas descentralizadas del país. La saturación del mercado en las grandes urbes de Chile ha provocado que los supermercados deban achicar sus m² además de la canibalización provocada por la alta competencia. Esto ha hecho que las empresas pongan su foco en las zonas menos urbanas del país que presentan oportunidades de crecimiento significativas para los siguientes años y le permitirá a la industria seguir creciendo. Según el INE en su proyección de población 2002-2035 realizada en junio del año 2019 se prevé un crecimiento importante en zonas como la región de Arica y Parinacota (43,1%), Tarapacá (84%), Antofagasta (49,6%) y Coquimbo (56,1%), zonas en donde SMU también está enfocando sus esfuerzos.

Como se ha comentado en este estudio, los cambios en el comportamiento de los consumidores han provocado que estos asistan cada vez menos a los supermercados y menos tiempo, además estos cada vez son más propensos a la tecnología y, por tanto, a utilizar Apps que ofrecen servicios de última milla para poder acceder a la mercadería de forma rápida y sin ir presencialmente a la tienda. La asociación estratégica con este tipo de aplicaciones o a instaurar sus propios medios digitales de venta ayudará a aumentar los beneficios de estas compañías.

Los supermercados en Chile alcanzaron un crecimiento de valor del 3% en el año 2019 logrando 6.100 millones de pesos en ventas que se traduce en un incremento anual del 2,5% (Euromonitor, 2020).

Se prevé que la industria alcance conjuntamente un crecimiento de sus inversiones de un 6% con ventas que alcancen alrededor de 8.100 millones de pesos (Euromonitor, 2020). Esto pronostica que la industria supermercadista no mostrará pérdidas significativas durante los próximos años. Incluso durante el año 2019 las empresas mostraron signos de crecimientos y, SMU específicamente, se mantuvo muy estable respecto al periodo anterior. Según Feller Rate el crecimiento de los ingresos de la industria se situó en un 2,7% para el año 2019 (Feller Rate, 2020) lo que se traduce en la resiliencia de este tipo de compañías. Por lo que es posible estimar que las condiciones del mercado durante los próximos años no será lapidaria para esta industria.



Fuente: Feller Rate

En cuanto a SMU, la compañía planea continuar con su estrategia de modernización de locales Unimarc enfocado en la experiencia de consumidor y se espera que esta continúe hasta el año 2021 (Euromonitor, 2020).

6.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Los costos se pueden diferenciar en dos grupos, Costos Fijos y Variables. En este caso, los Costos de Venta y los Costos de Distribución, son parte de los costos variables de la compañía, ambos suman cerca de un 73% promedio de los Ingresos por Venta de SMU. Por otro lado, los Gastos de Administración y Ventas corresponden a un 23% promedio de los Ingresos por Venta y son Costos Fijos.

Tabla 25: Análisis Costos y Gastos

Costos y gastos como porcentaje de la venta	2016	2017	2018	2019	1S 2020	PROMEDIO 2016 - 2019
Costos de venta	-73,5%	-71,8%	-71,5%	-70,3%	-70,5%	-71,8%
Costos de Distribución	-0,9%	-1,1%	-1,2%	-1,4%	-1,5%	-1,2%
Gastos de Administración y Venta	-22,2%	-23,0%	-22,8%	-23,5%	-25,1%	-22,9%
Gastos del personal	-10,1%	-10,3%	-9,8%	-10,6%	-11,1%	-10,2%
Servicios	-3,3%	-3,5%	-3,6%	-3,7%	-4,0%	-3,5%
Depreciación y amortización	-2,2%	-2,1%	-2,2%	-3,8%	-3,8%	-2,6%
Arriendos y gastos comunes	-2,4%	-2,6%	-2,7%	-1,1%	-1,1%	-2,2%
Mantención	-0,6%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Servicios Informáticos	-0,4%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,5%
Comisión Tarjetas	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,6%
Materiales	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,7%	-0,7%
seguros	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,6%	-0,2%
Servicios Externos	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,4%
Publicidad	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,7%	-0,5%	-0,8%
Viajes Movilizació n y Trámites	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Provisi3n Incobrables	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Multas y Sanciones	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Patentes Comerciales y derechos Municipales	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%
Contribuciones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
TOTAL	-96,6%	-95,8%	-95,5%	-95,1%	-97,0%	-95,8%

Fuente: Elaboraci3n propia.

- Los Costos de Venta incluyen principalmente los costos de adquisici3n de los productos que se venden, netos de descuentos obtenidos, adem3s de los gastos e impuesto de internaci3n y costos de almacenamiento.

- Los Costos de Distribución incluyen, como lo dice su nombre, todos los costos en que se incurren para la correcta distribución de los productos. Estos costos aumentan de un 1,2% a un 1,4% de los ingresos entre 2018 y 2019 como consecuencia de los esfuerzos de Distribución Centralizada que ha realizado SMU, además de un aumento en el costo del combustible, del tipo de cambio y la inflación.
- Los Gastos de Administración y Ventas (GAV) corresponden a un 22,9% promedio de los Ingresos por Ventas. Las partidas más grandes dentro de estos GAV son los Gastos de personal (10,2%), Servicios y Arriendos, sin embargo, este último ha disminuido por el efecto de la NIIF 16.

6.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa

El resultado no Operacional de la empresa constituye alrededor del 3,2% promedio de los Ingresos por Venta.

Tabla 26: Análisis del resultado no operacional (% de los Ingresos)

Análisis Resultado Operacional como porcentaje de la venta	2016	2017	2018	2019	1S 2020	Promedio 2016 - 2019
Otras Ganancias (Pérdidas)	-0,2%	0,1%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,2%
Ingresos Financieros	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Costos Financieros	-3,0%	-2,9%	-2,4%	-2,2%	-2,2%	-2,6%
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Diferencias de Cambio	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,3%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,7%	-0,4%	-0,8%	-0,5%	-0,5%	-0,6%
TOTAL	-3,2%	-2,9%	-3,7%	-3,1%	-3,2%	-3,2%

Fuente: Elaboración propia.

- Otras ganancias (pérdidas): Las partidas más importantes de este concepto al primer semestre de 2020 incluye “Actos vandálicos” que corresponden a las pérdidas asociadas a las revueltas sociales del 19 de octubre del año pasado. “Juicio de libre competencia” que corresponden a la sentencia dictada por el Tribunal de Libre Competencia (6.876 UTM) y “Recuperación de seguros”, que corresponden a provisiones estimadas de la recuperación por actos vandálicos que los seguros van a cubrir.
- Ingresos Financieros: constituido por los Intereses de inversiones financieras, intereses de empresas relacionadas e intereses por arriendo de locales.
- Costos Financieros: Incluye gastos e interés por pasivos financieros, intereses por derechos de uso e intereses por derechos de uso con opción de compra (en general, arriendos por la NIIF 16).
- Diferencias de cambio: Constituida por los rubros de activos y pasivos que dan origen a diferencias de cambio.
- Resultados por unidades de reajuste: Corresponde a préstamos que devengan intereses en UF.

De todos estos conceptos, para el primer semestre de 2020, las cuentas más importantes corresponden a los costos financieros.

6.5. Análisis de los activos de la empresa

Los Activos de la empresa fueron clasificados como No Operacionales y Operacionales de acuerdo con la naturaleza del negocio.

Tabla 27: Clasificación de Activos

ACTIVOS CORRIENTES	2020	Operacional	ACTIVOS NO CORRIENTES	2020	Operacional
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.519.530	No	Otros Activos Financieros No Corrientes	8.863	No
Otros Activos Financieros Corrientes	685	No	Otros Activos No Financieros No Corrientes	78.357	Sí
Otros Activos No Financieros Corrientes	801.114	Sí	Cuentas por Cobrar No Corrientes	54.381	Sí
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	2.837.061	Sí	Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas No Corrientes	296.204	Sí
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes	34.424	Sí	Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	489.825	Sí
Inventarios	6.893.050	Sí	Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	2.164.833	No
Activos por Impuestos Corrientes	49.018	No	Plusvalía	16.583.267	No
Total Activos Corrientes	12.134.882		Propiedades, Plantas y Equipos Neto	24.698.796	Sí
			Activos por Impuestos Diferidos	14.976.996	No

Fuente: Elaboración propia.

Efectivo y Equivalente al Efectivo: Efectivo en caja, saldos en bancos, depósitos a plazo y otras inversiones a corto plazo de alta liquidez.

Otros Activos Financieros: Corresponden a derivados y opciones de cobertura. No corresponden al giro de la empresa.

Otros Activos No Financieros: Seguros pagados por anticipado, IVA crédito fiscal, Boletas de Garantía, Anticipo a proveedores extranjeros, Garantías por Arriendo, Otros activos No Financieros.

Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar: cuentas por cobrar, seguros por recuperar (asociado a actos vandálicos), saldos por la venta de filiales y cuentas por cobrar a colaboradores.

Cuentas por cobrar a entidades relacionadas: Saldos y cuentas por cobrar y pagar entre el Grupo SMU y sus sociedades relacionadas no consolidables. No devengan intereses.

Inventarios: Constituida por Mercaderías, materias primas, suministros e importaciones en tránsito.

Activos Intangibles distintos de la plusvalía: se reconocen los softwares, Cesiones de arriendo y derechos de marca. Además se reconoce inversión en proyecto CIMA.

Plusvalía: representa el exceso del costo de adquisición del activo sobre la participación de SMU en el valor razonable de los activos y pasivos.

Propiedades, planta y equipo: Propiedad, planta y equipo registradas al costo sin depreciación ni deterioros.

7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

7.1. Ingresos Operacionales Proyectados

Para la proyección de Ingresos de la compañía se han recogido los datos del forecast de Euromonitor para los siguientes años para la empresa SMU S.A., estos contemplan las perspectivas comentadas anteriormente, una industria que, a pesar que ha sido golpeada por la crisis social y la pandemia de Covid-19 esta se mantiene resiliente y con planes de modernización y expansión para la compañía (aunque más conservadores).

Estos contemplan las siguientes tasas proyectadas a 2024:

Tabla 28: Tasa de Crecimiento de la Venta

	2020	2021	2022	2023	2024
Tasa Crecimiento	4,8%	4,4%	6,0%	5,9%	5,7%

Fuente: Elaboración propia.

Las tasas proyectadas entrega una proyección de ingresos para los siguientes años de los siguientes valores:

Tabla 29: Proyección Ingresos (UF)

Proyección Ingresos (UF)	2020	2021	2022	2023	2024
UNIMARC	58.895.352	61.486.747	65.175.952	69.021.333	72.955.549
MAYORISTAS	21.701.834	22.656.715	24.016.117	25.433.068	26.882.753
OK MARKET	1.888.463	1.971.556	2.089.849	2.213.150	2.339.300
TELEMERCADOS	435.920	455.101	482.407	510.869	539.988
OTROS	202.869	211.795	224.503	237.748	251.300
SUPERMERCADOS CHILE	83.124.438	86.781.914	91.988.828	97.416.169	102.968.891
SUPERMERCADOS PERÚ	1.908.929	1.992.922	2.112.497	2.237.134	2.364.651
TOTAL INGRESOS	85.033.367	88.774.835	94.101.325	99.653.304	105.333.542

Fuente: Elaboración propia.

7.2. Costos Operacionales Proyectados

Los costos de venta de la empresa fluctúan en proporción a los ingresos por venta de la compañía, por lo que estos se moverán en función de la venta proyectada. Del mismo modo los costos de distribución y GAV, esto sitúa a la proyección de los costos operacionales en los siguientes valores para los próximos años:

Tabla 30: Proyección de Costos (UF)

Proyección de Costos (UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Costos de venta	-61.033.640	-63.719.120	-67.542.267	-71.527.261	-75.604.315
Costos de Distribución	-981.389	-1.024.570	-1.086.044	-1.150.121	-1.215.677
Gastos de Administración y Venta	-19.431.950	-20.286.955	-21.504.173	-22.772.919	-24.070.975
Gastos del personal	-8.642.433	-9.022.700	-9.564.062	-10.128.342	-10.705.658
Servicios	-2.986.449	-3.117.852	-3.304.923	-3.499.914	-3.699.409
Depreciación y amortización	-2.180.002	-2.275.922	-2.412.478	-2.554.814	-2.700.438
Arrendos y gastos comunes	-1.867.020	-1.949.169	-2.066.119	-2.188.020	-2.312.738
Mantenimiento	-564.758	-589.607	-624.983	-661.857	-699.583
Servicios Informáticos	-455.926	-475.986	-504.546	-534.314	-564.770
Comisión Tarjetas	-468.078	-488.673	-517.994	-548.556	-579.823
Materiales	-610.193	-637.042	-675.264	-715.105	-755.866
seguros	-167.437	-174.804	-185.292	-196.225	-207.409
Servicios Externos	-364.821	-380.873	-403.726	-427.545	-451.915
Publicidad	-717.469	-749.037	-793.979	-840.824	-888.751
Viajes Movilización y Trámites	-144.794	-151.165	-160.235	-169.688	-179.361
Provisión Incobrables	-16.283	-17.000	-18.020	-19.083	-20.171
Multas y Sanciones	-70.308	-73.401	-77.805	-82.396	-87.092
Patentes Comerciales y derechos Municipales	-21.536	-22.484	-23.833	-25.239	-26.678
Contribuciones	0	0	0	0	0
Otros	-154.443	-161.238	-170.912	-180.996	-191.313
TOTAL	-81.446.978	-85.030.645	-90.132.484	-95.450.301	-100.890.968

Fuente: Elaboración propia.

7.3. Resultado no operacional proyectado

Para el resultado operacional, existen varias partidas que se mantendrán constantes y perpetuas para fines de la proyección, como lo son: Otras Ganancias (pérdidas), Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación, Diferencias de cambio y Resultados por Unidades de Reajuste. Por el contrario, los ingresos y costos financieros se asumen van a moverse de acuerdo a la venta. Esto porque la lógica dicta que para aumentar la

venta, se aumenta la deuda y se puede invertir en instrumentos como FF.MM. o factoring para generar ingresos financieros. El resultado no operacional proyectado queda como se presenta a continuación:

Tabla 31: Proyección No Operacional (UF)

Proyección Resultado no operacional (UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Otras Ganancias (Pérdidas)	-177.578	-177.578	-177.578	-177.578	-177.578
Ingresos Financieros	40.029	41.790	44.297	46.911	49.585
Costos Financieros	-2.237.033	-2.335.462	-2.475.590	-2.621.650	-2.771.084
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	-87.038	-87.038	-87.038	-87.038	-87.038
Diferencias de Cambio	239.432	239.432	239.432	239.432	239.432
Resultados por Unidades de Reajuste	-528.343	-528.343	-528.343	-528.343	-528.343
TOTAL	-2.750.531	-2.847.199	-2.984.820	-3.128.266	-3.275.026

Fuente: Elaboración propia.

7.4. Impuesto corporativo proyectado

El impuesto corporativo proyectado para los años 20-24 es el valor legal actual para Chile correspondiente a un 27%:

Tabla 32: Proyección Impuestos

Proyección Impuestos (UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Ingreso (gastos) por Impuesto a las Ganancias	(225.682)	(242.187)	(265.686)	(290.179)	(315.238)

Fuente: Elaboración propia.

7.5. Estado de resultados proyectados en miles de UF

Con lo planteado anteriormente, se presenta el Estado de Resultados proyectado para la compañía correspondiente a los años 2020 – 2024 en UF:

Tabla 33: Proyección Estado de Resultados (UF)

Proyección EE.RR. (UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de Actividades Ordinarias	85.033.367	88.774.835	94.101.325	99.653.304	105.333.542
Costo de Ventas	(61.033.640)	(63.719.120)	(67.542.267)	(71.527.261)	(75.604.315)
Margen Bruto	23.999.727	25.055.715	26.559.058	28.126.043	29.729.227
<i>Margen Bruto (%)</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,2%</i>
Gastos de Distribución	(981.389)	(1.024.570)	(1.086.044)	(1.150.121)	(1.215.677)
Margen de Contribución	23.018.339	24.031.145	25.473.014	26.975.922	28.513.550
<i>Margen de Contribución (%)</i>	<i>27,1%</i>	<i>27,1%</i>	<i>27,1%</i>	<i>27,1%</i>	<i>27,1%</i>
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	(17.251.947)	(18.011.033)	(19.091.695)	(20.218.105)	(21.370.537)
EBITDA	5.766.391	6.020.112	6.381.319	6.757.817	7.143.013
<i>Margen EBITDA (%)</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,8%</i>
Depreciación y Amortización	(2.180.002)	(2.275.922)	(2.412.478)	(2.554.814)	(2.700.438)
Otras Ganancias (Pérdidas)	(177.578)	(177.578)	(177.578)	(177.578)	(177.578)
Ingresos Financieros	40.029	41.790	44.297	46.911	49.585
Costos Financieros	(2.237.033)	(2.335.462)	(2.475.590)	(2.621.650)	(2.771.084)
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	(87.038)	(87.038)	(87.038)	(87.038)	(87.038)
Diferencias de Cambio	239.432	239.432	239.432	239.432	239.432
Resultados por Unidades de Reajuste	(528.343)	(528.343)	(528.343)	(528.343)	(528.343)
Utilidad (Pérdida) Antes de Impuesto	835.858	896.990	984.022	1.074.737	1.167.548
Ingreso por Impuesto a las Ganancias	(225.682)	(242.187)	(265.686)	(290.179)	(315.238)
Utilidad (Pérdida) del Período de Operaciones Continuas	610.176	654.803	718.336	784.558	852.310

Fuente: Elaboración propia.

7.6. Supuestos utilizados

Para la realización de la proyección del Estado de Resultados, se han utilizado diversos supuestos que ayudarán a la estimación de este para los años siguientes. En primera instancia, la estimación de Ingresos ha sido realizada utilizando el factor de crecimiento proyectado por Euromonitor para los años 2020 – 2024 y fueron señaladas en el punto

7.1. de este informe y en concordancia con esta, el nivel de venta y el porcentaje de ingreso por cada unidad de negocio fue calculado de acuerdo con el promedio de los últimos 4 años, como se presenta a continuación:

Análisis de Ingresos Chile (% de la venta)	Promedio Ingresos Chile
INGRESOS	
UNIMARC	70,9%
MAYORISTAS	26,1%
OK MARKET	2,3%
TELEMERCADOS	0,5%
OTROS	0,2%
SUPERMERCADOS CHILE	100,0%

Para la estimación de la venta de Perú, no se han utilizado factores distintos, esta se ha mantenido relativamente constantes en el tiempo, por lo que se ha asumido que mantendrán el 2% promedio de participación en los ingresos por venta.

De igual forma, los costos de ventas y GAV de la compañía se asumen como proporcionales a la venta de SMU, esto incluye a la cuenta de Depreciación y Amortización. En este sentido, al estimar estos ítems en relación a sus ingresos, el margen EBITDA y el margen de Contribución se mantienen constantes.

Las cuentas No Operacionales relacionadas con los Ingresos y Costos Financieros también se mueven de acuerdo con el crecimiento en la venta de la compañía, no así, las otras partidas del Resultado No Operacional, asumiendo que permanecerán constantes en el tiempo.

El impuesto corporativo se asume como un 27% para los años próximos.

7.7. Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación, se muestra el Estado de Resultados proyectado como porcentaje de la venta de la compañía. En concordancia con el EE.RR. de los años 2016 – 2019, la utilidad de la compañía se mantiene cercano al 1% promedio que esta ha mostrado, lo que concuerda con los bajos márgenes de la industria supermercadista.

Tabla 34: Proyección Estado de Resultados porcentual

Proyección EE.RR. (% de la venta)	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de Actividades Ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de Ventas	-71,8%	-71,8%	-71,8%	-71,8%	-71,8%
Margen Bruto	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%
Gastos de Distribución	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
Margen de Contribución	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	-20,3%	-20,3%	-20,3%	-20,3%	-20,3%
EBITDA	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Depreciación y Amortización	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%
Otras Ganancias (Pérdidas)	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Ingresos Financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Costos Financieros	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Diferencias de Cambio	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%
Utilidad (Pérdida) Antes de Impuesto	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%
Ingreso por Impuesto a las Ganancias	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Utilidad (Pérdida) del Período de Operaciones Continuas	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%

Fuente: Elaboración propia.

8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1. Inversión en reposición

Para estimar la inversión en reposición, según modelo de MM (1961), se asumirá que el valor de lo que la empresa debe invertir en reposición será a lo menos el valor en el que se deprecian sus activos. Es por esto, que la depreciación y amortización calculada en el apartado 7.2. de este informe constituyen la inversión en reposición:

Tabla 35: Inversión en Reposición

Inversión en reposición (UF)	2020	2021	2022	2023	2024
Inversión en reposición	-2.180.002	-2.275.922	-2.412.478	-2.554.814	-2.700.438

Fuente: Elaboración propia.

Depreciación y amortización se estimaron como un 2,6% de la venta proyectada, esto a raíz del promedio histórico de los últimos 4 años.

8.2. Inversión en capital físico (CAPEX)

SMU había proyectado inversiones por alrededor de \$200.000 millones (6,97 MUF) para los próximos 3 años de acuerdo con su plan estratégico. Durante el año 2020 este plan de inversiones ha sufrido recortes debido al contexto nacional, que implica no solo la pandemia de COVID-19, sino que también, los acontecimientos del 18O. Del efectivo proyectado para este 2020, van a destinar entre \$40.000 millones (1,4 MUF) y \$50.000 millones (1,7 MUF) a inversiones de los \$60.000 millones (2,1 MUF) y \$70.000 millones (2,4 MUF) anunciados en noviembre del año pasado. (El Mercurio, 2020)

Para estimar la inversión se asumió que la disminución en CAPEX que se realizó este año no se va a volver a reponer, por lo tanto, de las 6,97 MUF iniciales, hoy el valor total de inversión es de 6.040.242 UF.

Dado que la inversión para el año 2020 se estimaba entre 1,4 MUF y 1,7 MUF se decidió dejarlo en la cota inferior de inversión, la cual es 0,03 MUF menor que la anterior (\$1.000 millones) y para los próximos 2 años, se asumió que el plan estratégico no sufriría más modificaciones y seguiría su curso normal de entre 2,1 MUF y 2,4 MUF de inversión anual.

Tabla 36: Inversión en Capital Físico

Inversión 2020-2022	\$	UF
Inversión Inicial	200.000.000.000	6.969.510
Inversión con disminuciones	173.333.333.333	6.040.242

Inversión en capital físico	2S 2020	2020	2021	2022	2023	2024
UF	713.992	1.393.902	2.242.226	2.176.512	2.112.680	2.050.719

Fuente: Elaboración propia.

Para los años 2023 y 2024 se asumió que la inversión sería a lo menos la inversión proyectada para el período 20-22, teniendo en mente que aún tienen expectativas de crecimiento y, por tanto, no van a disminuir sus inversiones futuras.

Para estimar el valor de inversión del segundo semestre de 2020, se consideró la inversión en CAPEX que la empresa declaró en las notas de sus EE.FF. del primer semestre del año 2020 que ascendían a un valor de 601.225 UF.

8.3. Inversión (liberación) de capital de trabajo

Para calcular la inversión o liberación de capital de trabajo, primero se utilizaron los activos operacionales señalados en apartado 6.5. que fueron determinados a través de

identificar si estos formaban parte de la operación de la empresa o no. El efectivo es y adicionalmente se analizaron los pasivos corrientes como se muestra a continuación:

Tabla 37: Clasificación Activos y Pasivos Corrientes

ACTIVOS CORRIENTES	2020	Operacional	PASIVOS CORRIENTES	2020	Operacional
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.519.530	No	Otros Pasivos Financieros Corrientes	6.759.082	No
Otros Activos Financieros Corrientes	685	No	Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar Corrientes	11.499.719	Sí
Otros Activos No Financieros Corrientes	801.114	Sí	Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas Corrientes	29.460	Sí
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	2.837.061	Sí	Otras Provisiones de Corto Plazo	215.250	No
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes	34.424	Sí	Pasivos por Impuestos Corrientes	57.531	No
Inventarios	6.893.050	Sí	Provisiones Corrientes por Beneficios a los Empleados	644.743	No
Activos por Impuestos Corrientes	49.018	No	Otros Pasivos No Financieros Corrientes	156.259	Sí
Total Activos Corrientes	12.134.882		Total Pasivos Corrientes	19.362.044	

Fuente: Elaboración propia.

Una vez identificados los activos y pasivos operacionales se calcula el CTON:

Tabla 38: Estimación CTON

Cálculo de capital de trabajo operativo neto (CTON) en UF	2016	2017	2018	2019	2020
Otros Activos No Financieros Corrientes	460.035	844.822	734.431	634.245	801.114
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	3.133.455	1.756.570	2.089.440	3.243.137	2.837.061
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes	273.454	535.953	317.039	53.885	34.424
Inventarios	8.123.038	7.245.150	7.071.748	6.914.321	6.893.050
Total Activos corrientes operativos	11.989.982	10.382.495	10.212.658	10.845.588	10.565.649
Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar Corrientes	17.309.900	15.462.260	15.174.262	13.523.815	11.499.719
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas Corrientes	661.869	125.269	144.230	66.363	29.460
Otros Pasivos No Financieros Corrientes	196.638	128.236	112.736	375.022	156.259
Total pasivos corrientes operativos	18.168.407	15.715.765	15.431.227	13.965.200	11.685.438
CTON	-6.178.425	-5.333.271	-5.218.570	-3.119.611	-1.119.789

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar, el Capital de Trabajo Operativo Neto de la compañía es negativo en los periodos anteriores, lo que implica que los pasivos de la compañía superan los activos operacionales que la compañía posee.

El CTON sobre las Ventas del período arrojará el valor de RCTON, cuyo valor será imprescindible para estimar la liberación o inversión en KT.

Tabla 39: Estimación RCTON

	2016	2017	2018	2019	2S 2020
Ingresos	93.571.789	84.243.102	83.270.428	81.138.709	39.387.757
CTON (días)	-22	-25	-23	-14	-10
RCTON	-6%	-7%	-6%	-4%	-3%

Fuente: Elaboración propia.

Para estimar las necesidades de capital para los próximos periodos se utilizó el promedio de RCTON de 2016-2019 de -5,83% sobre la venta.

CTON Proyectado	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Proyectados	85.033.367	88.774.835	94.101.325	99.653.304	105.333.542	105.333.542
RCETON Proyectado	-6,11%	-6,11%	-6,11%	-6,11%	-6,11%	-6,11%
CTON	-5.191.514	-5.419.940	-5.745.137	-6.084.100	-6.430.894	-6.430.894
Inversión en capital de trabajo	228.427	325.196	338.963	346.794	-	-

Tabla 40: Proyección Inversión (liberación) de Capital de Trabajo

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, se puede observar que la empresa tiene crecientes necesidades de capital de trabajo, como este es negativo, se asumirá que en equilibrio este valor debería ser cero, por lo que no hay inversión en CTON.

Finalmente, el CTON real a junio de 2020 vs el proyectado a diciembre 2020 arroja un déficit de capital de trabajo de -1.988.295.

Tabla 41: Déficit de capital de trabajo

CTON real junio - 2020	-1.988.295
CTON a diciembre - 2020	-5.493.115
Déficit Capital de Trabajo	3.504.820

Fuente: Elaboración propia.

8.4. Proyección de los flujos de caja libre

Con la información señalada anteriormente, se llega al resultado Bruto, en dónde se deben realizar ajustes al Resultado Neto del Estado de Resultados de la compañía. En este sentido, se agrega la “Amortización y Depreciación” dado que no corresponde a un desembolso en efectivo, sin embargo, genera ahorro tributario y se debe capturar ese efecto, por lo que se devuelve en forma íntegra. En el caso de “Otras Ganancias (Pérdidas), Ingresos Financieros y Costos Financieros”, estas no constituyen parte del giro operacional principal de SMU, por lo que se reversan y se captura el escudo tributario. De igual forma se anula el efecto tributario de “Diferencias de Cambio y Resultados por unidades de reajuste”.

Tabla 42: Proyección Flujo de Caja Libre

Flujo de caja Proyectado (UF)	2S 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Utilidad (pérdida) del ejercicio	597.721	654.803	718.336	784.558	852.310	852.310
Depreciación y amortización (integra)	665.312	2.275.922	2.412.478	2.554.814	2.700.438	2.700.438
Otras Ganancias (Pérdidas)	960	129.632	129.632	129.632	129.632	129.632
Ingresos Financieros	-17.736	-30.507	-32.337	-34.245	-36.197	-36.197
Costos Financieros	1.006.148	1.704.888	1.807.181	1.913.804	2.022.891	2.022.891
Diferencias de Cambio	-189.737	-174.786	-174.786	-174.786	-174.786	-174.786
Resultados por Unidades de Reajuste	250.230	385.690	385.690	385.690	385.690	385.690
Flujo de caja bruto	2.312.898	4.945.643	5.246.194	5.559.468	5.879.980	5.879.980
Inversión de reposición	-665.312	-2.275.922	-2.412.478	-2.554.814	-2.700.438	-2.700.438
Inversión Nuevos Activos	-713.992	-2.242.226	-2.176.512	-2.050.719		
Inversión en Capital de Trabajo (CTON)						
Flujo de Caja Libre	933.594	427.494	657.204	953.935	3.179.541	3.179.541
Valor Terminal					71.954.989	
FCL + Valor Terminal	933.594	427.494	657.204	953.935	75.134.530	3.179.541

Fuente: Elaboración propia.

Al flujo de caja bruto se le integran las Inversiones en reposición, nuevos activos y capital de trabajo que se calculó anteriormente para determinar el flujo de caja libre.

El valor terminal es calculado con la estimación de flujo de caja del período implícito (2025), dónde se asume que no existe crecimiento para ese año, considerando una tasa WACC de **4,42%**:

$$\text{Valor terminal sin crecimiento} = \frac{FCL_{t+1}}{K_0}$$

$$\text{Valor terminal sin crecimiento} = 71.954.989 \text{ UF}$$

9. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO

9.1. Valor presente de los flujos de caja libre

El flujo de caja libre se descuenta a la tasa WACC de 4,42%:

$$VP = \frac{FCL_{2S_2020}}{(1 + k_0)^{0,5}} + \frac{FCL_{2021}}{(1 + k_0)^{1,5}} + \frac{FCL_{2022}}{(1 + k_0)^{2,5}} + \frac{FCL_{2023}}{(1 + k_0)^{3,5}} + \frac{FCL_{2024} + VT}{(1 + k_0)^{4,5}}$$

$$VP = 64.573.516 UF$$

Tabla 43: Valor Presente de los Flujos de Caja Proyectados

Valor Presente (UF)	2S 2020	2021	2022	2023	2024	2025
FCL + Valor Terminal	933.594	427.494	657.204	953.935	75.134.530	3.179.541
Valor Presente	913.627	400.648	589.866	819.962	61.849.414	-
Valor Presente Total	64.573.516					
WACC	4,42%					

Fuente: Elaboración propia.

9.2. Activos prescindibles

La clasificación de activos corrientes y no corrientes como partidas operacionales de la compañía fueron determinados en el punto 6.5. con dicha información se definen los activos prescindibles de la siguiente manera:

Tabla 44: Estimación Activos Prescindibles (UF)

Activos prescindibles (UF)	2020
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.519.530
Otros Activos Financieros Corrientes	685
Otros Activos Financieros No Corrientes	8.863
Total Activos Prescindibles	1.529.078

Fuente: Elaboración propia.

Dentro de los activos que no forman parte de la operación se determina que el Efectivo y Equivalente al Efectivo, Otros Activos Financieros Corrientes y Otros Activos Financieros No Corrientes son partidas prescindibles y que pueden ser transformadas en dinero si se quieren liquidar.

9.3. Deuda Financiera

Como se comentó en apartados anteriores, la deuda financiera a 1S 2020 es la siguiente:

Tabla 45: Deuda Financiera 2020

Deuda Financiera (UF)	1S 2020
Deuda financiera Corriente	6.759.082
Préstamos bancarios (*)	1.978.818
Obligaciones con el público	3.080.149
Obligaciones por derechos de usos con opción de compra	262.200
Obligaciones por derechos de uso	1.437.914
Derivados	
Deuda financiera no Corriente	27.328.946
Préstamos bancarios (*)	414.677
Obligaciones con el público	11.411.865
Obligaciones por derechos de usos con opción de compra	1.579.027
Obligaciones por derechos de uso	13.923.376
Derivados	
Total	34.088.027

Fuente: Elaboración propia.

9.4. Valorización económica de la empresa y precio de la acción

Con la información anterior, la valoración económica al 30 de junio de 2020 es la siguiente:

Tabla 46: Valorización Económica SMU a junio 2020

Valoración Económica (Al 30 de junio de 2020)	1S 2020
Valor presente FCL	64.573.516
Exceso (déficit) capital de trabajo operativo neto (CTON)	-3.779.299
Activos prescindibles u otros activos	1.529.078
Valor total de los activos	62.323.296
Deuda Financiera	-34.088.027
Patrimonio Económico	28.235.268
Número de acciones	5.772.576.856
Precio Acción Proyectado (UF)	0,005
Patrimonio Económico (\$)	810.251.119.097
Precio Acción proyectada (\$)	140,36
Precio Acción a junio 2020	151,75
Dif. Precio Proy. Vs Precio Real	-7,5%
WACC	4,42%

Fuente: Elaboración propia.

La diferencia en el precio de la acción proyectada vs la acción real es de -7,5%. La diferencia puede deberse a varios factores, principalmente, se utiliza información histórica para realizar las proyecciones y estas podrían tener efectos que son one-off que podrían estar ensuciando el análisis. Por otro lado, gran parte de la estimación se basa en supuestos realistas de acuerdo a la información expuesta de la empresa, más no se tiene una información detallada por lo cual se podrían estar subestimando algunas variables a la fecha de la evaluación.

9.5. Análisis de sensibilidad

Para realizar este análisis de sensibilidad se ha tomado la determinación de mover la tasa WACC y la tasa de crecimiento en 10 puntos bases para poder observar como varía el precio de la acción ante diversos movimientos de estas. En este sentido, se puede observar que el valor de la acción en el escenario más pesimista (WACC alta y Crecimiento de 5,5%) disminuye un 20% vs el valor proyectado, estos valores los ha alcanzado la compañía, al rededor del día 14 de octubre de 2021. En el caso contrario, donde se tiene una WACC baja con un crecimiento alto, el precio de la acción aumenta un 22% cuyos valores la compañía no ha alcanzado, a la fecha el valor máximo es de \$159.

Tabla 47: Análisis de Sensibilidad

R/G	5,50%	5,60%	5,70%	5,80%	5,90%
4,62%	111,92	118,43	124,95	131,46	137,97
4,52%	118,73	125,76	132,43	139,11	145,79
4,42%	119,08	133,33	140,36	147,40	154,43
4,32%	134,40	141,43	148,46	155,50	162,53
4,22%	142,60	149,83	157,05	164,28	171,50

Fuente: Elaboración propia.

10. CONCLUSIONES

La valorización de SMU S.A. mediante el método de flujos de caja descontados determinó que el valor de la acción de SMU a junio de 2020 es de \$140,36 vs el valor real a junio que era de \$151,75, esto se traduce en una diferencia de -7,5%. El valor de la acción proyectado fue alcanzado rápidamente, el día 17 de julio cuyo precio alcanzó el valor de \$141, lo que se traduce a una diferencia de apenas un 0,5% frente al valor pronosticado.

La valoración de empresas implica el uso de supuestos, proyecciones del mercado y, sobre todo, del criterio del evaluador. Este criterio determinará, en base a la información disponible, la estructura de capital, las proyecciones de crecimiento, inversiones futuras, etc. por lo que nunca se contará con la información real que ayude a tener un valor exacto y esto determinará las diferencias en el valor de la acción estimada.

En el caso de SMU, al momento de la evaluación el país se encontraba en una situación difícil, por lo que pueden existir sesgos del evaluador al castigar la empresa tanto en su tasa de crecimiento como en las inversiones futuras, lo que se podría traducir en un valor de la acción menor al transado a la fecha.

Anexos

Estado de resultados Consolidado en UF

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (UF)					
Item	2016	2017	2018	2019 (NIC 16)	2020 (1S)
Ingresos de Actividades Ordinarias	93.571.789	84.243.102	83.270.428	81.138.709	39.387.757
Costo de Ventas	(68.782.768)	(60.455.697)	(59.552.897)	(57.052.975)	(27.770.113)
Margen Bruto	24.789.021	23.787.405	23.717.532	24.085.735	11.617.644
<i>Margen Bruto (%)</i>	26,5%	28,2%	28,5%	29,7%	29,5%
Gastos de Distribución	(863.162)	(920.886)	(1.029.835)	(1.106.861)	(574.741)
Margen de Contribución	23.925.859	22.866.518	22.687.697	22.978.873	11.042.903
<i>Margen de Contribución (%)</i>	25,6%	27,1%	27,2%	28,3%	28,0%
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	(18.714.145)	(17.566.303)	(17.155.391)	(15.984.333)	(8.360.983)
EBITDA	5.211.714	5.300.216	5.532.305	6.994.540	2.681.920
<i>Margen EBITDA (%)</i>	5,6%	6,3%	6,6%	8,6%	6,8%
Depreciación y Amortización	(2.056.284)	(1.792.178)	(1.811.971)	(3.045.834)	(1.514.690)
Otras Ganancias (Pérdidas)	(151.425)	125.924	(386.425)	(298.387)	(176.263)
Ingresos Financieros	50.979	37.916	45.990	27.244	15.733
Costos Financieros	(2.780.857)	(2.468.417)	(2.033.356)	(1.768.172)	(858.749)
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	(49.034)	(73.305)	(108.133)	(117.682)	(35.375)
Diferencias de Cambio	614.523	302.233	23.928	17.046	(20.481)
Resultados por Unidades de Reajuste	(687.070)	(373.265)	(650.122)	(402.914)	(185.562)
Resultados Financieros	(2.851.459)	(2.574.837)	(2.721.693)	(2.542.866)	(1.084.433)
Utilidad (Pérdida) Antes de Impuesto	152.547	1.059.125	612.216	1.405.841	(93.466)
Ingreso por Impuesto a las Ganancias	310.849	(77.761)	592.634	(184.231)	105.922
Utilidad (Pérdida) del Período de Operaciones Continuas	463.396	981.364	1.204.850	1.221.609	12.455
Utilidad (Pérdida) del Período de Operaciones Discontinuas	0	49.943	(6.511)	0	0
Ganancia (Pérdida) del Período	463.396	1.031.307	1.198.340	1.221.609	12.455

Estado de Situación Financiera Consolidado en UF

Estado de Situación Financiera (UF)					
Ítem	2016	2017	2018	2019	2020 (2Q)
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.840.631	4.124.927	2.998.063	1.794.788	1.519.530
Otros Activos Financieros Corrientes	3.008	576	649	726	685
Otros Activos No Financieros Corrientes	460.035	844.822	734.431	634.245	801.114
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	3.133.455	1.756.570	2.089.440	3.243.137	2.837.061
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes	273.454	535.953	317.039	53.885	34.424
Inventarios	8.123.038	7.245.150	7.071.748	6.914.321	6.893.050
Activos por Impuestos Corrientes	262.054	198.632	292.342	150.584	49.018
Activos No Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta	0	3.780.529	0	0	0
Total Activos Corrientes	14.095.675	18.487.158	13.503.713	12.791.686	12.134.882
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros Activos Financieros No Corrientes	7.266	9.004	8.879	8.832	8.863
Otros Activos No Financieros No Corrientes	818.874	919.780	639.749	76.947	78.357
Cuentas por Cobrar No Corrientes	69.659	88.387	99.327	53.881	54.381
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas No Corrientes	0	0	0	247.263	296.204
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	0	114.781	102.985	504.273	489.825
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	2.929.959	2.921.263	2.659.821	2.322.336	2.164.833
Plusvalía	18.009.814	17.697.253	17.226.675	16.803.891	16.583.267
Propiedades, Plantas y Equipos Neto	16.769.714	15.298.498	15.940.364	25.548.831	24.698.796
Activos por Impuestos Diferidos	15.870.948	15.423.835	15.566.598	15.037.893	14.976.996
Total Activos No Corrientes	54.476.233	52.472.800	52.244.398	60.604.148	59.351.522
TOTAL ACTIVOS	68.571.908	70.959.958	65.748.111	73.395.835	71.486.404
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros Corrientes	4.788.739	2.624.896	3.504.328	4.921.487	6.759.082
Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar Corrientes	17.309.900	15.462.260	15.174.262	13.523.815	11.499.719
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas Corrientes	661.869	125.269	144.230	66.363	29.460
Otras Provisiones de Corto Plazo	51.626	45.804	120.395	134.098	215.250
Pasivos por Impuestos Corrientes	473	0	0	28.186	57.531
Provisiones Corrientes por Beneficios a los Empleados	909.378	636.558	605.630	760.607	644.743
Otros Pasivos No Financieros Corrientes	196.638	128.236	112.736	375.022	156.259
Pasivos No Corrientes o Grupos de Pasivos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta	0	2.273.637	0	0	0
Total Pasivos Corrientes	23.918.623	21.296.660	19.661.581	19.809.577	19.362.044
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	27.929.077	27.131.391	20.587.250	27.913.345	27.328.946
Cuentas por Pagar No Corrientes	5.635	6.548	4.390	1.977	1.190
Cuentas por pagar a Entidades Relacionadas No Corrientes	3.000.376	0	0	0	0
Pasivos por Impuestos Diferidos	2.610	2.597	2.932	2.689	54
Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados	4.105	100.725	35.445	68.084	120.911
Otros Pasivos No Financieros No Corrientes	427.427	302.041	233.971	117.397	44.054
Total Pasivos No Corrientes	31.369.231	27.543.301	20.863.988	28.103.491	27.495.155
TOTAL PASIVOS	55.287.854	48.839.962	40.525.569	47.913.068	46.857.199
PATRIMONIO					
Capital Emitido	36.827.872	44.598.806	18.999.708	18.500.286	18.251.126
Pérdidas Acumuladas	(29.137.145)	(27.616.387)	837.693	1.670.800	1.118.433
Otras Reservas	5.593.327	5.137.578	5.385.141	5.311.681	5.259.645
Patrimonio Neto Atribuible a los Propietarios de la Controladora	13.284.055	22.119.997	25.222.542	25.482.766	24.629.205
Participaciones No Controladoras	(0)	(0)	0	0	0
Total Patrimonio	13.284.055	22.119.997	25.222.542	25.482.766	24.629.205
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	68.571.908	70.959.958	65.748.111	73.395.835	71.486.404

Bibliografía

- Banco Central. (Septiembre de 2020). *Informe de Política Monetaria (IPoM)*. Obtenido de https://www.bcentral.cl/documents/33528/2475116/ipom_sep_2020.pdf/1ebcbbc2-b0f2-eef8-139d-e092da2b170b?t=1599065310770
- El Mercurio. (07 de Julio de 2020). SMU vuelve a recortar su plan de inversión para 2020. Santiago, Chile.
- Euromonitor. (03 de 2020). *Supermarkets in Chile*.
- Feller Rate. (Abril de 2020). *INDUSTRIA DE SUPERMERCADOS: RESILIENTE A CICLOS ECONÓMICOS Y CRISIS SANITARIAS*. Obtenido de <https://www.feller-rate.com/general2/articulos/artsupermercados2004.pdf>
- Feller-Rate. (Abril de 2020). *Informe Clasificación SMU*. Obtenido de <https://www.feller-rate.com/general2/corporaciones/smu2005.pdf>
- ICR Chile. (15 de julio de 2020). *Análisis de Industria*. Obtenido de <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/file>
- INE. (Junio de 2019). *ESTIMACIONES Y PROYECCIONES DE LA POBLACIÓN DE CHILE 2002-2035 TOTALES REGIONALES, POBLACIÓN URBANA Y RURAL*. Obtenido de https://www.ine.cl/docs/default-source/proyecciones-de-poblacion/publicaciones-y-anuarios/base-2017/ine_estimaciones-y-proyecciones-2002-2035_base-2017_reg_%C3%A1rea_s%C3%ADntesis.pdf?sfvrsn=aaeb88e7_5
- SMU S.A. (7 de abril de 2017). *Memoria 2016*. Obtenido de <https://www.smu.cl/inversionistas/memorias/?ano=2016#contenidos>
- SMU S.A. (06 de abril de 2018). *Memoria 2017*. Obtenido de https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1523021627MemoriaAnualSMU2017_Final.pdf
- SMU S.A. (26 de junio de 2019). *Memoria 2018*. Obtenido de https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1561562673SMUMemoriaAnual2018.pdf
- SMU S.A. (Junio de 2020). *Memoria 2019*. Obtenido de https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1585087455MemorialIntegradaSMU2019.pdf
- SMU S.A. (31 de agosto de 2020). *Resultados 2° Trimestre 2020*. Obtenido de https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1598907503SMU2T20ReporteResultados.pdf
- SMU S.A. (s.f.). *Información Financiera*. Obtenido de Análisis Razonados (2016-2020): <https://www.smu.cl/inversionistas/informacion-financiera/>

