



VALORACIÓN DE SMU S.A

Mediante Flujos de Caja Descontados

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

Alumno: César Concha Inostroza

Profesor Guía: Carlos Maquieira

Santiago, mayo 2022

Contenidos

1	Metodología	5
1.1	Principales métodos de valoración	5
1.1.1	Método de valoración de Flujo de Caja Descontado	5
1.1.2.	Método de múltiplos	8
2	Descripción de la empresa y la industria	9
2.1	Descripción de la empresa	9
2.1.1	Antecedentes	9
2.1.2	Reseña Histórica	11
2.1.3	Grupo Controlador y Principales Accionistas	13
2.1.4	Filiales	14
2.1.5	Estructura Corporativa	15
2.2	Descripción de la industria	15
2.2.1	Estado actual	15
2.2.2	Regulación y fiscalización	17
2.2.3	Competencia y empresas comparables	18
3	Estructura de capital	24
3.1	Deuda Financiera	24
3.2	Patrimonio Económico	25
3.3	Valor Económico de SMU	26
3.4	Estructura de capital objetivo	26
4	Estimación del costo de capital	28
4.1	Costo de la deuda	28
4.2	Beta de la deuda	29
4.3	Estimación del beta la Acción	30
4.4	Beta patrimonial sin deuda	31
4.5	Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	31
4.6	Costo patrimonial	32
4.7	Costo de capital	32
5	Análisis del negocio	33
5.1	Análisis del crecimiento de la empresa	33
5.2	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	36
5.3	Análisis del resultado no operacional de la empresa	38

5.4	Análisis de márgenes de la empresa	40
5.5	Análisis de los activos de la empresa	41
5.5.1	Activos operacionales y no operacionales	41
5.5.2	Capital de trabajo operativo neto (CTON)	43
5.5.3	Inversiones	44
5.6	Same Store Sales y ventas por metro cuadrado	45
5.7	Análisis de crecimiento de la industria	46
5.8	Perspectivas de crecimiento de la compañía y Plan Estratégico 2020-2022	48
6	Proyección del Estado de Resultados	51
6.1	Ingresos operacionales proyectados	51
6.2	Costos operacionales proyectados	53
6.3	Resultado no operacional proyectado	54
6.4	Depreciación y Amortización proyectada	56
6.5	Impuesto corporativo proyectado	56
6.6	Estado de resultados proyectado en miles de UF	57
6.7	Estado de resultados proyectado porcentual	57
7	Proyección de los Flujos de Caja Libre	59
7.1	Inversión en Reposición y CAPEX	59
7.2	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto (CTON) 60	
7.3	Flujos de caja libre proyectados	60
8	Precio de la Acción estimado	62
8.1	Valor presente de los flujos de caja libre	62
8.2	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	62
8.3	Activos prescindibles	62
8.4	Valorización económica de la empresa	63
8.5	Análisis de sensibilidad	65
9	Conclusión	66
	Referencias	68

1 Metodología

1.1 Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernandez, 2000). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

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

1.1.1 Método de valoración de Flujo de Caja Descontado

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernandez, 2000; Maquieira & Espinosa, 2019).

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

gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Fernandez, 2000; Damodaran, 2002; Maqueira & Espinosa, 2019; Palepu *et al.*, 2019).

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

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

promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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

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

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2000).

1.1.2. 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maqueira y Espinosa, 2019).

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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maqueira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas (Maqueira y Espinosa, 2019).

2 Descripción de la empresa y la industria

2.1 Descripción de la empresa

2.1.1 Antecedentes

SMU S.A es una compañía chilena de retail supermercadista que agrupa diversas cadenas de supermercados, y que es responsable de la venta y distribución de abarrotes y otros productos no alimenticios. Opera en el segmento minorista por medio de Unimarc, en el negocio mayorista a través de las cadenas Alvi y Mayorista 10, en tiendas de conveniencia por medio de OK Market y en ventas online supermercadistas a través de Telemercados. De esta manera, SMU mantiene una amplia cobertura geográfica y satisface a diferentes grupos socioeconómicos. Además de participar en Chile, la compañía tiene presencia en la industria de supermercados en Perú en el formato mayorista, por medio de las marcas Mayorsa y Maxi Ahorro.

SMU es el tercer actor en la industria de supermercados en Chile por ingresos, y el primero en cuanto a número de tiendas, según detalla la memoria de la compañía en 2020. A diciembre de 2020 tiene una participación de mercado de 18,3%, de acuerdo con la memoria de la compañía, y tiene presencia en todas las regiones del país con 501 locales y 8 centros de distribución a diciembre de 2020, con una superficie total de ventas de 483.298 metros, siendo Unimarc la marca con el mayor protagonismo al tener 283 locales en el país. Mientras que en Perú posee 25 tiendas con los supermercados mayoristas Mayorsa y Maxiahorro, y un centro de distribución.

Cuadro 1. Cuadro resumen SMU S.A.

Antecedentes	
Ticker o nemotécnico	SMU
Clase de acción	Única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile
Profile empresa	Empresa chilena de retail supermercadista, encargada de la venta y distribución de abarrotes y otros productos no alimentarios. Participa en el mercado chileno por medio de Unimarc, Alvi, Mayorista 10 y Ok Market, y en el mercado peruano por medio de las marcas Mayorsa y Maxi Ahorro.
Rubros y países donde opera	Chile, Perú

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de SMU S.A.

Cuadro 2. Ingresos por segmento en Chile SMU S.A.

En miles de UF	Ingresos últimos 12 meses (en MUF)	%
UNIMARC	53.924,46	69,38%
MAYORISTAS	21.275,67	27,37%
OK MARKET	1.925,14	2,48%
E-COMMERCE	390,75	0,50%
OTROS	208,31	0,27%
TOTAL	77.724,33	100,00%

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de SMU S.A.

Cuadro 3. Ingresos por país SMU S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos últimos 12 meses (en MUF)	%
Chile	77.724,34	97,92%
Perú	1.650,88	2,08%
Total	79.375,22	100,00%

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de SMU S.A.

2.1.2 Reseña Histórica

En 2007 el empresario Álvaro Saieh, junto a su grupo empresarial CorpGroup decidieron adquirir la cadena de supermercados Unimarc, la cual en ese momento contaba con alrededor de 40 tiendas en el territorio nacional y un centro de distribución. En febrero de 2008 se constituye el conglomerado SMU, al fusionarse con la cadena de supermercados Deca, la cual contaba con una fuerte presencia en la Tercera y Cuarta región del país. Mientras que en 2009 y 2010, la compañía mantuvo el crecimiento inorgánico al adquirir múltiples cadenas supermercadistas como Bryc, Bigger y Mayorista 10, además de la cadena de tiendas de conveniencia OK Market, lo que sumado a otras adquisiciones de cadenas regionales, le permitió a SMU tener 316 tiendas al año 2010 (SMU, 2020).

En el año 2011 transcurrieron hechos importantes para el conglomerado. En enero de dicho año adquirieron Alvi S.A, empresa dedicada a la venta y distribución de productos al por mayor, y que incluía la marcas Alvi y Dipac en Chile, y Mayorsa en Perú, lo que significó la internacionalización del grupo. En el mismo mes entraron al rubro de la construcción y mejora del hogar al adquirir la compañía Construmart S.A. Otro hito importante fue la fusión con Supermercados del Sur en septiembre de 2011, significando con ello la adquisición de 110 locales mayoristas y minoristas ubicados principalmente entre las regiones del Bio Bio y Los Lagos, operación que sirvió para aumentar la presencia en la zona sur del país. Con esto, se convirtió en la mayor empresa de retail supermercadista de Chile, en cuanto a número de tiendas. En el mismo año, la sociedad se inscribió en el registro de la Superintendencia de Valores y Seguros (ahora Comisión para el Mercado Financiero) en Chile, lo cual certifica la inscripción y vigencia de una sociedad y sus valores en el Registro correspondiente (Humphreys, 2011).

La adquisición de múltiples cadenas y tiendas en pocos años llevó a SMU a un aumento en su apalancamiento financiero y el deterioro de sus resultados (SMU, 2020). Por lo que la compañía tomó la decisión de implementar en 2014 un Plan Estratégico para el período 2014-2016, el que se centró en tres pilares estratégicos: Fortalecimiento Comercial, Fortalecimiento Financiero y

Organizacional y Eficiencia Operacional. Dentro del plan se contemplaron medidas como el cierre selectivo de tiendas de bajo desempeño, el desarrollo de una nueva estrategia comercial, aumentos de capital y renegociaciones de deuda, lo que permitió a la firma recuperar su posición financiera y una mejora en el nivel de operaciones y resultados.

En este sentido, la exitosa implementación del Plan Estratégico 2014-2016 dio paso a una serie de hechos clave para la compañía durante 2017. En enero de aquel año, SMU realizó su apertura a bolsa, logrando recaudar alrededor de US\$200 millones a través de 1.150 millones de acciones emitidas (Diario Financiero, 2017). Por otro lado, la compañía puso en marcha un nuevo plan estratégico llamado “CIMA” para el período de 2017-2019, el cual además de darle continuidad a los pilares del Plan Estratégico 2014-2016, incorpora nuevas medidas a desarrollar: experiencia del cliente, eficiencia operacional, organización alineada y comprometida, sostenibilidad y desarrollo tecnológico. Junto al desarrollo de CIMA, durante 2018 se materializó la venta de Construmart, con tal de obtener fondos para continuar con el plan estratégico y concentrarse exclusivamente en la industria de retail supermercadista (SMU, 2020).

Por último, en 2020 se produjo el lanzamiento de un nuevo plan estratégico para el período 2020-2022, centrándose en 5 pilares: crecimiento orgánico, experiencia del cliente, eficiencia y productividad, organización alineada y comprometida, y sostenibilidad. Dentro de estas medidas, también se enmarcan la apertura y remodelación de nuevas tiendas con el objetivo de alcanzar una mayor cobertura geográfica.

Durante 2020 y 2021, el grupo controlador de la compañía, Corpgroup, ha tenido inconvenientes con covenants y pagos de cupones de bonos de empresas de su propiedad, lo que en junio de 2021 le valió tomar la decisión de acogerse al Capítulo 11 de quiebras de Estados Unidos. Esta situación del grupo controlador provocó incertidumbre y volatilidad en el precio de la acción de SMU durante el presente año.

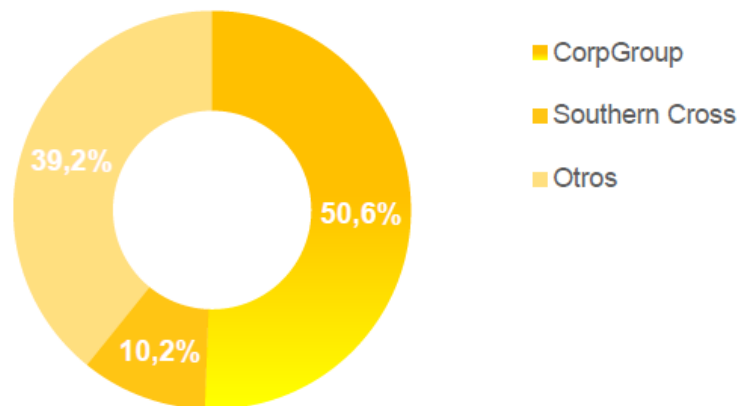
2.1.3 Grupo Controlador y Principales Accionistas

A diciembre de 2020 y según detalla la memoria de la compañía a dicha fecha, Alvaro Saieh y su familia por medio del grupo Corpgroup son los principales controladores de la firma, con una participación directa e indirecta del 50,58% de las acciones de SMU S.A, operando a través de distintas sociedades que se detallarán a continuación.

Por otro lado, como segundo controlador asoma el fondo de Private Equity Southern Cross con el fondo Latin America Private Equity Fund III, L.P., controlando el 10,17% de la propiedad de la compañía (Feller Rate, 2021).

De esta manera, la propiedad de SMU S.A que está compuesta por 5.772.576.856 acciones suscritas y pagadas, está distribuida como señala la Figura 1, donde “Otros” se encuentra representado en su mayoría por posiciones minoritarias de fondos de pensiones y otros fondos de inversión. ¹

Figura 1. Estructura Accionaria SMU S.A



Fuente: Memoria SMU S.A 2021

Por último, en el Cuadro 4 se encuentran los 12 principales accionistas de la compañía, donde la mayor participación la tiene Inversiones SAMS SpA con un

¹ Información extraída desde la plataforma Eikon Thompson Reuters.

23,3, sociedad perteneciente a Alvaro Saieh. En esta línea, las otras sociedades con las que se hace partícipe Saieh y su familia y que están representadas en el Cuadro 4 son Inversiones SMU Matriz Limitada, Fondo de Inversión Privado Epsilon, Fondo de Inversión Privado Gamma, CorpGroup Inversiones Limitada, CorpGroup Holding Inversiones Limitada. Mientras que Gestora Omega Limitada Holding y Compañía en Comandita por Acciones es controlada por Southern Cross con Latin America Private Equity Fund III, L.P. El restante 39,2% se encuentra distribuido entre Administradoras Generales de Fondos, Family Offices y Administradoras de Fondos de Pensiones.

Cuadro 4. Mayores 12 Accionistas de SMU S.A

Accionista	N° de 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	283.533.018	4,9
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	229.464.820	4,0
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	228.636.908	4,0
Fondo de Inversión Privado Epsilon	195.413.106	3,4
Fondo de Inversión Privado Gamma	162.435.161	2,8
CorpGroup Inversiones Limitada	135.644.898	2,3
BTG Pactual Chile S A C de B	127.369.000	2,2
Banco de Chile por Cuenta de State Street	119.995.958	2,1
Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	114.525.200	2,0
CorpGroup Holding Inversiones Limitada	113.918.392	2,0
Total 12 Mayores Accionistas	4.020.113.971	69,6

Fuente: Memoria SMU S.A 2021

2.1.4 Filiales

En el Anexo 1 se presenta la malla societaria con la cual está compuesta SMU S.A. En la figura se pueden encontrar subsidiarias directas, que son sociedades de inversión y fidelización en las que SMU tiene alrededor del 100% de participación. También están las subsidiarias asociadas que no consolidan con SMU S.A y en las cuales el holding no tiene participación mayoritaria. Por último,

en la figura también se observan las subsidiarias indirectas, las que representan el negocio supermercadista tanto en Chile como en Perú, y en las cuales SMU tiene una participación indirecta.

A través de las sociedades de inversión descritas en el punto 2.3 se controlan otras sociedades importantes como Supermercados Chile S.A, Rendic Hermanos S.A e Inversiones del Sur S.A, que tienen propiedad de los supermercados minoristas, mayoristas y de conveniencia a lo largo del país y que son parte de SMU.

2.1.5 Estructura Corporativa

A diciembre de 2020, la compañía cuenta con 9 directores, compuesto de 3 mujeres y 6 hombres, con amplia trayectoria en diversas industrias y que poseen entre 3 y 13 años en el directorio de la empresa. La presidenta del directorio es la Sra. Pilar Dañobeitia Estades, quien es Contador Auditor de la Universidad de Chile y es miembro del directorio desde 2008.

Por otro lado, SMU cuenta con 13 gerentes. El gerente general es Marcelo Gálvez, quien es Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y se desempeña en el cargo desde 2013. La estructura corporativa de la compañía se encuentra en el Anexo 2.

2.2 Descripción de la industria

A continuación se dará el detalle sobre la industria en las cuales participa SMU tanto en Chile como en Perú, por ello es que se pondrá en perspectiva su estado actual, regulación y las principales empresas comparables en los países que compite la compañía.

2.2.1 Estado actual

SMU opera supermercados y otras tiendas de retail supermercadista en Chile y Perú, siendo Chile el mercado de mayor importancia para la empresa en cuanto ingresos, tal como señala la Cuadro 3. De acuerdo con estimaciones del INE, a

junio de 2021 la industria de supermercados en Chile está compuesta por 1.333 establecimientos entre supermercados, hipermercados y otras tiendas de retail, abarcando más de 2,5 millones de metros cuadrados. Mientras que los ingresos alcanzaron los 1,17 billones de pesos a junio de 2021, según datos del INE.

En ese sentido, la pandemia de Covid-19 ha cambiado los hábitos de compra de los consumidores en los supermercados. Si bien previo a la crisis sanitaria hubo un fuerte crecimiento de las tiendas de conveniencia producto de la mayor preferencia de los consumidores por las compras de reposición y menores tiempos en los locales (Feller-Rate, 2020), esa situación cambió debido a las cuarentenas y otras restricciones que limitaron el tráfico y flujo de las personas en los supermercados, lo que provocó el aumento en las compras de abastecimiento que involucran una menor frecuencia al establecimiento y un mayor ticket promedio de compra. Además, la coyuntura ha acelerado los planes de la industria en avanzar hacia el segmento e-grocery, debido la imposibilidad y restricciones de los clientes de ir hacia los supermercados, prueba de ello es el aumento en un 118% en 2020 con respecto al 2019 en las ventas online (SMU, 2020).

Por otro lado, la industria de supermercados en Chile se caracteriza por ser contracíclica, principalmente en cuanto se refiere a abarrotes. Lo anterior se demuestra por la conducta de clientes a inicios de la pandemia por abastecerse de productos básicos ante temores de quiebres en el suministro de los productos. Sin embargo, la cartera de productos que no son básicos como lo son electrodomésticos sí se podrían ver afectados ante contracciones económica o endurecimiento de las cuarentenas, lo que podría alterar las proyecciones de la industria. No obstante, SMU al contar con un mayor mix comercial de productos comestible tiene una menor sensibilidad a factores económicos que los pares de su industria.

Al respecto, el Banco Central a través del Informe de Política Monetaria (IPOM) espera un crecimiento en el PIB de Chile entre 8,5 y 9,5% para el 2021, mientras que el dinamismo del consumo privado visto en la primera parte del 2021 se moderaría en los próximos dos años, reflejando las medidas de liquidez proveídas por el gobierno. Por último, la inflación se espera que cierre el año alrededor de un 4% anual (Banco Central de Chile, 2021).

En Perú, la industria supermercadista se encuentra concentrada en mercados, ferias o almacenes, en lugar de canales on-line donde presentan una menor participación. La oportunidad de SMU radica en capturar las ventas que están relacionadas con el lado informal del mercado. El incremento del PIB y acceso al crédito en el país han cambiado los hábitos de consumo, por lo cual el desarrollo de un formato donde la oferta satisfaga las expectativas en términos de precio, calidad y variedad para el segmento emergente de la población es clave en el desarrollo de la industria, según detalla la compañía en la memoria 2020.

2.2.2 Regulación y fiscalización

SMU se encuentra sujeta a distintas regulaciones tanto en Chile como en Perú, relativo a libre competencia, protección al consumidor y mercado de valores.

Chile

En primer lugar, la empresa está sujeta a la Ley N°21.081 correspondiente a la Ley de Protección al Consumidor, donde sanciona infracciones a los derechos del consumidor, y en la que la institución mediadora entre proveedores y consumidores es el Servicio Nacional al Consumidor (SERNAC). En segundo lugar, SMU está regulada por la legislación de libre competencia del Decreto de Ley N° 211, la cual promueve, defiende y establece sanciones para empresas y organizaciones que vulneren la libre competencia en el mercado como lo son delitos de colusión. Por otro lado, las Secretarías Regionales Ministeriales del Ministerio de Salud se encargan de fiscalizar y hacer valer el cumplimiento del Reglamento Sanitario de Alimentos. Por último, SMU al ser una empresa pública que transa en bolsa, se encuentra sujeta a las regulaciones del mercado de valores, en la que se regula y fiscalizan temas como calidad de información de emisores de valores, uso de información privilegiada y conflictos de interés, entre otros. La principal institución encargada del cumplimiento de dicho reglamento es la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Perú

En Perú, la regulación de conductas anticompetitivas se encuentra fiscalizado por el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (INDECOPI), quien por la Ley de Represión de Conductas Anticompetitivas sanciona las prácticas que vayan contra la competencia en el mercado. Mientras que la protección de datos personales le compete a la Autoridad Nacional de Protección de Datos Personales, que resulta ser importante para las filiales de SMU en dicho país. Por último, las inspecciones sanitarias de las tiendas se encuentran a cargo de las municipalidades locales.

2.2.3 Competencia y empresas comparables

La industria en Chile se encuentra concentrada en grandes competidores que cuentan con un fuerte posicionamiento de marca, amplias coberturas geográficas y grandes inversiones, lo que disminuye los márgenes en la industria y dificulta la entrada de nuevos competidores que cuentan con un menor nivel de inversión que el que hay en el mercado. En ese sentido, SMU en Chile comparte el liderazgo en la industria con grandes cadenas como Walmart (Líder, Ekono, Acuenta y Central Mayorista), Cencosud (Jumbo y Santa Isabel), y en menor medida Falabella con su marca Tottus, que se ha ido consolidando progresivamente en el mercado. La concentración se justifica a través de la participación de mercado de estos actores. SMU mantiene un 18,3%, mientras que Cencosud con su negocio supermercadista tiene un 27,2%, y Falabella con un 7,1%, calculado según cifras del Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Por su lado Walmart en Chile tiene alrededor de un 40% de participación de mercado.² En tanto en Perú, donde hay mayor concentración de hipermercados y supermercados, los líderes del mercado son Supermercados Peruanos (Plaza Vea, Vivanda, Economax), Cencosud (Wong y Metro) y Falabella (Tottus y Precio Uno).

La industria se caracteriza por tener acotados márgenes, por lo que sus ganancias se encuentran por su capacidad de vender en grandes volúmenes, y debido a la fuerte competencia, por las eficiencias operacionales y logísticas

² Diario Financiero. Walmart rumbo a tener la mitad de los supermercados de Chile. <https://www.df.cl/noticias/empresas/retail/walmart-rumbo-a-tener-la-mitad-de-los-supermercados-de-chile/2021-08-27/191925.html>

que tengan las compañías. Además, la industria en gran parte es acíclica, sin embargo, los artículos que no son de primera necesidad o de abastecimiento, como lo son electrodomésticos sí podrían verse afectados por el ciclo económico, pero tal no es el caso de empresas como SMU que concentran gran parte (97%) de sus ingresos en productos de abarrotes y aseo.

En esta sección se presentan las empresas comparables con SMU y que representan la mayor competencia en los mercados en los que participa la empresa. Los principales competidores de SMU están en Chile y Perú, como lo es el caso de Cencosud y Falabella, aunque dichos competidores también se encuentran presentes en otros segmentos del retail, por lo que sus ingresos no serían absolutamente comparables con los de SMU que se concentra en el segmento supermercadista. Por otro lado, Walmart, que es el otro gran competidor en Chile y que sí se concentra en el segmento de supermercados, actualmente no presenta estados financieros en el país. Mientras que en Perú, Supermercados Peruanos, que pertenece al holding InRetail, concentra sólo sus operaciones en Perú. Esta última empresa actualmente consolida a nivel de holding, el que agrupa diversos segmentos, y sus últimos estados financieros a nivel individual fueron emitidos en 2018. En los Cuadros 5 a 11 se presenta información relevante de las empresas comparables.

Los cuadros de ingresos por rubro y país exhiben que los principales competidores tienen una mayor presencia fuera de Chile que lo que tiene SMU, empresa que sólo mantiene alrededor del 2% de sus ingresos solamente en Perú, mientras que Cencosud también mantienen operaciones en otros países de América Latina y con una presencia superior al 40%. Exceptuando de este grupo al holding InRetail.

Por otra parte, en el segmento de supermercados en Chile a 2020, y dentro de la información que se pudo recabar por país, Cencosud es quien tiene mayores ingresos en el país, seguido por SMU y Tottus de Falabella. Mientras que en Perú la competencia en cuanto a ingresos es muy similar entre Cencosud, Falabella y InRetail.

Cuadro 5. Cuadro resumen Cencosud S.A.

Antecedentes	
Ticker o nemotécnico	CENCOSUD
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile
Profile empresa	Empresa chilena de retail multiformato, que opera a través de 6 segmentos: Supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar, tiendas por departamentos, shopping centers, servicios financieros y otros. Su negocio está presente en Chile, Brasil, Argentina, Perú y Colombia contabilizando en total 1.180 tiendas y shopping centers con una superficie de venta aproximada de 4.416.700 metros cuadrados.
Rubros y países donde opera	Chile, Brasil, Argentina, Perú y Colombia
Clasificación de riesgo	AA (Feller-Rate)

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de Cencosud S.A.

Cuadro 6. Ingresos por rubro y país Cencosud S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos (en CLP MM)	%
Chile	\$ 5.046.108	50,8%
<i>Supermercados</i>	\$ 3.325.853	65,9%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ 725.683	14,4%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ 923.303	18,3%
<i>Centros Comerciales</i>	\$ 71.269	1,4%
Brasil	\$ 1.298.970	13,1%
<i>Supermercados</i>	\$ 1.298.970	100,0%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ -	0,0%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ -	0,0%
<i>Centros Comerciales</i>	\$ -	0,0%
Argentina	\$ 1.659.892	16,7%
<i>Supermercados</i>	\$ 1.147.767	69,1%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ 496.291	29,9%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ -	0,0%
<i>Centros Comerciales</i>	\$ 15.834	1,0%
Perú	\$ 1.103.915	11,1%
<i>Supermercados</i>	\$ 1.058.878	95,9%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ -	0,0%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ 31.214	2,8%
<i>Centros Comerciales</i>	\$ 13.823	1,3%
Colombia	\$ 831.971	8,4%
<i>Supermercados</i>	\$ 753.198	90,5%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ 72.167	8,7%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ -	0,0%
<i>Centros Comerciales</i>	\$ 6.606	0,8%
Total	\$ 9.940.856	100,0%

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de Cencosud S.A.

Cuadro 7. Cuadro resumen Falabella S.A.

Antecedentes	
Ticker o nemotécnico	FALABELLA
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile
Profile empresa	Empresa chilena de retail multiformato, donde opera en 7 segmentos de negocio: Tiendas de departamento, supermercados, Promotora CMR, Real Estate, Banking Business y otros negocios. Entre sus marcas se destacan Falabella, Tottus y Homecenter Sodimac. Están presentes en Chile, Perú, Colombia, Brasil, México, Argentina y Uruguay, y cuentan con oficinas de compra en en China e India. A fines de 2020 operan una red de 507 tiendas y 45 centros comerciales.
Rubros y países donde opera	Chile, Perú, Colombia, Brasil, México, Argentina y Uruguay
Clasificación de riesgo	AA (Feller-Rate) AA (Fitch)

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de Falabella S.A.

Cuadro 8. Ingresos por rubro y país Falabella S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos (en CLP MM)	%
Chile	\$ 4.711.451	54,2%
<i>Supermercados</i>	\$ 867.018	18,4%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ 2.290.251	48,6%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ 1.554.182	33,0%
Brasil	\$ 218.878	2,5%
<i>Supermercados</i>	\$ -	0,0%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ 218.878	100,0%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ -	0,0%
Argentina	\$ 210.009	2,4%
<i>Supermercados</i>	\$ -	0,0%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ 73.467	35,0%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ 136.542	65,0%
Perú	\$ 2.289.229	26,4%
<i>Supermercados</i>	\$ 1.151.187	50,3%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ 587.984	25,7%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ 550.057	24,0%
Colombia	\$ 1.256.010	14,5%
<i>Supermercados</i>	\$ -	0,0%
<i>Mejoramiento del Hogar</i>	\$ 844.962	67,3%
<i>Tiendas por departamento</i>	\$ 411.048	32,7%
Total	\$ 8.685.577	100,0%

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de Falabella S.A.

Cuadro 9. Cuadro resumen InRetail S.A.

Antecedentes	
Ticker o nemotécnico	INRETC1
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Lima
Profile empresa	Compañía peruana de retail presente en los segmentos de retail supermercadista, farmaceuticos y centros comerciales. Su operación está en la adquisición, administración y arrendamiento en los 3 segmentos descritos.
Rubros y países donde opera	Perú, Bolivia y Ecuador
Clasificación de riesgo	BBB

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de InRetail S.A.

Cuadro 10. Ingresos por rubro InRetail S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos (en CLP MM)	%
Perú	\$ 2.705.776	100,0%
Supermercados	\$ 1.129.492	41,7%
Farmacéutico	\$ 986.726	36,5%
Centros Comerciales	\$ 106.424	3,9%
Otros	\$ 483.134	17,9%
Total	\$ 2.705.776	100,0%

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de InRetail S.A.

Cuadro 11. Cuadro resumen Walmart Inc.

Antecedentes	
Ticker o nemotécnico	WMT
Mercado donde transa sus acciones	NYSE
Profile empresa	Empresa multinacional de origen estadounidense y fundada en 1962. Opera cadenas de hipermercados, tiendas a descuento y e-commerce. Mantiene alrededor de 10.000 tiendas en 24 países.
Rubros y países donde opera	Estados Unidos, Africa, Canadá, América Central, Chile, México, China e India.
Clasificación de riesgo	AA (S&P)

Fuente: Elaboración Propia en base a información pública de Walmart Inc.

3 Estructura de capital

En esta sección se comprenden las fuentes de financiamiento de la compañía, haciendo análisis de la deuda financiera y el patrimonio económico de SMU. Además, se analizará la evolución de la estructura de capital en el período de análisis y se definirá la estructura de capital objetivo.

3.1 Deuda Financiera

Cuadro 12. Evolución deuda financiera SMU (UF) S.A.

En miles de UF	2017	2018	2019	2020	2021
Deuda Financiera Corriente	1.926	3.174	3.482	5.658	2.661
<i>Préstamos Bancarios</i>	1.517	1.819	3.099	2.199	1.665
<i>Obligaciones con el público</i>	284	1.097	93	3.232	833
<i>Obligaciones por derechos de usos con opción de compra</i>	125	257	290	228	163
Deuda Financiera No Corriente	18.747	14.105	13.368	15.785	15.109
<i>Préstamos Bancarios</i>	3.912	1.975	244	-	-
<i>Obligaciones con el público</i>	14.601	10.319	11.423	14.284	13.665
<i>Obligaciones por derechos de usos con opción de compra</i>	234	1.811	1.701	1.501	1.444
Total Deuda Financiera	20.674	17.279	16.850	21.443	17.770

Fuente: Elaboración Propia en base a información proveída por SMU S.A. en sus EEEF.

El Cuadro 12 evidencia la evolución de la deuda financiera desde el 31 de diciembre del año 2017 hasta el 30 de junio del año 2021. En el cuadro se observa una tendencia a la baja en el total de la deuda financiera, dándose la situación particular en que el 2020 se eleva hasta las 21 mil UF, para luego volver a disminuir hasta alrededor de 17 mil UF en 2021. Al respecto, la disminución se explica principalmente por la caída en la Deuda Financiera no corriente, la cual durante el período 2017-2021 disminuyó un 19,4%, mientras que la Deuda Financiera Corriente ha mostrado una tendencia al alza, alcanzando su peak en 2020 con alrededor de 5 millones de UF en deuda de corto plazo.

En ese sentido, el alza en la deuda financiera corriente obedece a aumentos de préstamos bancarios y obligaciones con el público, siendo esta última causada por traspasos de bonos que vencían en el corto plazo para la compañía. Mientras que Obligaciones por derechos de usos de compra corresponden a los arrendamientos con leasing financiero que mantiene la firma, los cuales no mostraron una variación considerable durante el período analizado.

Por otro lado, en el movimiento en la deuda financiera no corriente destacan la disminución paulatina de los préstamos bancarios de largo plazo, en el cual desde el año 2020 se sitúan en cero. Por su parte, las obligaciones con el público presentan una leve tendencia a la baja debido a pagos de capital de los bonos, siendo una excepción el año 2020, cuando este tipo de deuda se situó sobre los 14 millones de UF, debido a la colocación de bonos de las series AK y AL en dicho año.

Los cambios en la deuda financiera durante el período analizado estarían en línea con el fortalecimiento financiero que está enmarcado en los planes estratégicos que ha implementado la compañía.

3.2 Patrimonio Económico

Tanto en su historia como en la actualidad, SMU ha tenido sólo una serie de acciones, totalizando actualmente la cantidad de 5.772.576.856 suscritas y pagas. En ese sentido, en enero de 2018 la compañía realizó un aumento de capital de 400 millones de acciones con el objetivo de reducir su deuda en bonos internacionales, recaudando alrededor de US\$120 millones. Lo anterior también se puede corroborar en el Cuadro 12, donde las obligaciones con el público disminuyeron desde 1097 UF hasta 93 UF.³

Cuadro 13. Evolución patrimonio económico SMU S.A.

En miles de UF	2017	2018	2019	2020	2021
Número de acciones	5.372.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856	5.772.576.856
Precio de la acción	\$ 171,02	\$ 174,44	\$ 136,27	\$ 102,62	\$ 87,15
Total patrimonio económico	\$ 918.844.516	\$ 1.006.970.906	\$ 786.639.289	\$ 592.397.400	\$ 503.080.085
Total patrimonio económico (UF)	34.288	36.530	27.787	20.378	16.933

³ Información extraída desde el Diario Financiero. *SMU recauda US\$122 millones en aumento de capital*. <https://www.df.cl/noticias/mercados/bolsa-monedas/smu-recauda-us-122-millones-en-aumento-de-capital/2018-01-22/093829.html>

Fuente: Elaboración Propia en base a información proveída por SMU S.A. en sus EEFF

Con respecto al patrimonio económico, el Cuadro 13 señala que este valor ha estado en constante disminución desde el 2019 por las caídas en el precio de la acción, lo que se observa en el Anexo 2. La justificación para esta caída radicaría en primer lugar por el estallido social en Chile en 2019, donde locales de la compañía tuvieron que cerrar producto de los destrozos en gran parte del país, seguido por la pandemia y posteriormente por la reorganización financiero del grupo Corpgroup y la solicitud de quiebra de la sociedad que participa en SMU, Inversiones SAMS Spa, ambas pertenecientes al grupo empresarial del accionista mayoritario de la compañía Álvaro Saieh (Feller Rate, 2021). Esta situación ha tenido un efecto negativo en el precio de la acción de la empresa supermercadista.⁴

3.3 Valor Económico de SMU

A partir de lo anterior, se calcula el valor económico de la empresa, el cual corresponde a la suma del valor de la deuda financiera y del patrimonio económico. En el Cuadro 14 se refleja el valor económico de SMU durante el período 2017-2021, el cual en términos reales ha disminuido principalmente producto de la caída del patrimonio económico de la compañía.

Cuadro 14. Valor económico SMU S.A.

En miles de UF	2017	2018	2019	2020	2021
Valor deuda financiera	20.674	17.279	16.850	21.443	17.770
Valor patrimonio económico	34.288	36.530	27.787	20.378	16.933
Valor económico de la empresa	54.961	53.809	44.636	41.821	34.703

Fuente: Elaboración Propia en base a información proveída por SMU S.A. en sus EEFF.

3.4 Estructura de capital objetivo

El Cuadro 15 detalla los cambios en los ratios de la estructura de capital de la compañía durante el período 2017-2021. Sin embargo, producto de la caída en

⁴ Diario Financiero. *Reorganización de CorpGroup Banking golpea a las acciones relacionadas a Saieh: Itaú Chile y SMU caen 3,5% y 4,2%*. <https://www.df.cl/noticias/mercados/bolsa-monedas/reorganizacion-de-corpgroup-banking-golpea-a-las-acciones-relacionadas-a/2021-06-29/081825.html>

el patrimonio económico de la empresa desde el 2019, la estructura de capital ha presentado una alta dispersión. Por otro lado, la compañía ha detallado que no esperan cambios significativos a futuro en la estructura de capital. Debido a los dos motivos descritos anteriormente, es que se propone como estructura de capital objetivo de la compañía el promedio de los primeros 3 años, es decir, los valores promedio durante el período 2017-2019, obteniendo una razón B/P de 0,56.

Cuadro 15. Estructura de capital histórica de SMU S.A.

Estructura de capital	2017	2018	2019	2020	2021	E.C. Histórica Promedio 2017-2021	E.C. Histórica Promedio 2019-2021	E.C. Objetivo Promedio 2017-2019
B/V	0,38	0,32	0,38	0,51	0,51	0,42	0,47	0,36
P/V	0,62	0,68	0,62	0,49	0,49	0,58	0,53	0,64
B/P	0,60	0,47	0,61	1,05	1,05	0,76	0,90	0,56

Fuente: Elaboración Propia.

4 Estimación del costo de capital

En esta sección se estimará el costo de capital de SMU. Para ello, se tomará como tasa libre de riesgo, el promedio de datos mensuales para 6 meses terminando en Junio 2021, del bono del Banco Central de Chile emitido en UF con vencimiento a 20 años, correspondiente a 1,22%. Mientras que para la Prima por Riesgo de Mercado (PRM) se utilizará la estimación de Damodaran ajustada por la PRM de USA considerando la estimación de Duff & Phelps, correspondiente al valor de 6,2%. Ambos datos fueron entregados por el profesor guía Carlos Maquieira.

4.1 Costo de la deuda

Las obligaciones con el público por medio de bonos, representan parte importante del financiamiento de la empresa, tal como refleja el Cuadro 12. En ese sentido, la compañía cuenta actualmente con 7 bonos a vencer en el mercado, de los cuales todos están en emitidos en UF. El detalle de la información respecto a los bonos transados actualmente se encuentra en el Anexo 3. Para obtener el costo de la deuda de SMU, se utilizó el bono más representativo, que en este caso es el bono de mayor madurez que tiene la empresa en el mercado. El detalle de dicho bono se encuentra a continuación en el Cuadro 16.

Cuadro 16. Bono representativo SMU S.A.

Bono SMU	
Bono	Serie W
Nemotécnico	BCSMU-W
Moneda	UF
Fecha de emisión	01 de junio de 2019
Cupón	2,50%
Nominal	500
Frecuencia cupón	Semianual
Madurez	01 de junio de 2040
Tipo Cupón	Fijo Plan Vanilla

Fuente: Elaboración Propia.

No obstante, la última fecha con la que transó el bono fue el 07 de mayo de 2021, por lo que sólo se puede obtener la YTM de tal bono en aquella fecha. Con el motivo de obtener una proxy sobre el rendimiento actual del bono, es que se estimará una yield sintética, calculando el spread del bono de SMU sobre el rendimiento de un bono UF-20 para el 07 de mayo de 2021, y posteriormente sumando el spread obtenido al rendimiento del mismo bono UF-20 pero con fecha 30 de junio del 2021. El fundamento de tener esta proxy, es porque se toma el supuesto que el spread del bono corporativo sobre el bono libre de riesgo se mantiene constante a través del tiempo. El rendimiento del bono UF-20 al 07 de mayo fue de 1,37%, mientras que al 30 de junio de 2021 fue de 2,32%.⁵ De esta manera, se ejecutaron los siguientes cálculos:

$$\text{Spread al 07 de mayo de 2021} = YTM_{SMU \text{ 07 de mayo}} - \text{Tasa libre de riesgo 07 de mayo}$$

$$\text{Spread al 07 de mayo de 2021} = 3,64\% - 1,37\%$$

$$\text{Spread al 07 de mayo de 2021} = 2,27\%$$

$$\text{Spread al 30 de junio de 2021} = YTM_{SMU \text{ 30 de junio}} - \text{Tasa libre de riesgo 30 de junio}$$

$$YTM_{SMU} = 2,27\% + 2,32\%$$

$$YTM_{SMU} = 4,59\%$$

$$k_b = 4,59\%$$

4.2 Beta de la deuda

El beta de la deuda es posible obtenerlo por medio del Capital Asset Pricing Model (CAPM), tomando el costo de la deuda estimado anteriormente.

$$k_b = r_f + (E(R_m) - r_f) * \beta_b$$

Donde β_b es el Beta de la deuda y $(E(R_m) - r_f)$ corresponde a la prima por riesgo de mercado. De esta manera, el Beta de la deuda queda estimando de la siguiente forma:

$$4,59\% = 1,22\% + 6,2\% * \beta_b$$

⁵ Datos obtenidos desde el Banco Central.

$$\beta_b = 0,5439$$

4.3 Estimación del beta la Acción

Para la estimación del beta de la acción, se realizó una regresión lineal de los retornos semanales de la compañía, contra los retornos semanales del índice de mercado, que en este caso corresponden al Índice General de Precios Accionarios de Chile (IGPA), ambos retornos correspondientes al período 01 de julio de 2019 hasta el 30 de junio de 2021, siendo en total 104 retornos de cada serie.⁶ Donde se obtuvieron los siguientes resultados:

Cuadro 17. Resultados regresión lineal retornos semanales SMU.

	SMU
Beta de la acción	0,68
P-value	0,00
Nº observaciones	104
R²	0,34
Presencia bursátil	100%

Fuente: Elaboración Propia.

De esta manera, con un nivel de significancia del 1%, el beta de la acción sería 0,68, por lo que la acción tendría una menor sensibilidad que el índice de mercado.

$$\beta_{SMU}^{C/D} = 0,68$$

No obstante, para lograr una mejor estimación del beta de la acción de la empresa, se realiza el ajuste de Bloomberg al beta obtenido anteriormente, el cual se define de la siguiente forma:⁷

$$\beta_P^{C/D} = 0,33 + \beta_{SMU}^{C/D} * 0,67$$

⁶ Los precios semanales de la acción de SMU y del IGPA se obtuvieron por medio de la plataforma Eikon Reifinitiv.

⁷ El ajuste de Bloomberg asume que el beta de una empresa debe converger hacia el valor de 1, por lo que el beta de 0,68 obtenido sólo de la regresión estaría siendo subvalorado, siendo entonces conveniente realizar el ajuste.

$$\beta_p^{C/D} = 0,33 + (0,68) * 0,67$$

De esta manera, luego de realizar el ajuste de Bloomberg, el beta de la acción es 0,78.

$$\beta_p^{C/D} = 0,7825$$

4.4 Beta patrimonial sin deuda

Puesto que el beta de la acción que se obtuvo anteriormente está con la estructura de capital promedio de los últimos dos años, se debe desapalancar para luego volver a apalancarlo con la estructura de capital objetivo obtenida en la sección 3. Por ello, en primer lugar se desapalanca el beta con la estructura de capital promedio 2019-2021, correspondiente a 0,90, y utilizando la metodología propuesta por Rubinstein (1973):

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

$$0,78 = \beta_p^{S/D} * [1 + (1 - 0,27) * (0,90)] - 0,54 * (1 - 0,27) * (0,90)$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,6877$$

De esta forma, el beta patrimonial desapalancado se sitúa en 0,6877.

4.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

El beta desapalancado obtenido en el punto 4.4, se debe apalancar a la estructura de capital objetivo, correspondiente a 0,56, y a la tasa de impuesto esperada, que se asumirá como la tasa actual, siendo esta de un 27%. Para esta operación se utiliza nuevamente la metodología propuesta por Rubinstein (1973):

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,6877 * [1 + (1 - 0,27) * (0,56)] - 0,54 * (1 - 0,27) * (0,56)$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,7466$$

Por lo tanto, el beta patrimonial apalancado con la estructura de capital objetivo sería de 0,7466.

4.6 Costo patrimonial

Para obtener el costo patrimonial, se utiliza el modelo CAPM, esta vez con el beta patrimonial con la estructura de capital objetivo. De este modo:

$$k_p = r_f + (E(R_m) - r_f) * \beta_p^{C/D}$$

$$k_p = 1,22\% + 6,22\% * 0,7466$$

$$k_p = 5,85\%$$

Por lo que con tales estimaciones, es posible obtener el costo patrimonial de la compañía, correspondiente a 5,85%.

4.7 Costo de capital

Finalmente, para el estimar el costo de capital de SMU, se estima el Costo Ponderado de Capital Promedio (WACC), para posteriormente descontar los flujos de caja de la compañía. El WACC se obtiene por medio de la siguiente ecuación:

$$k_0 = k_p * \left(\frac{P}{V}\right) + k_b * \left(\frac{B}{V}\right) * (1 - tc)$$

$$k_0 = 5,85\% * (0,64) + 4,59\% * (0,36) * (1 - 27\%)$$

$$k_0 = 4,95\%$$

5 Análisis del negocio

5.1 Análisis del crecimiento de la empresa

En el Cuadro 18 es posible apreciar la evolución de los ingresos de SMU por segmento y por país durante el período 2016-2021. Al respecto, se observa que desde el 2016 la compañía ha presentado una leve pero sostenida caída en sus ingresos, la que se vio mayormente acentuada en los resultados de los años 2019 y 2020, con disminuciones de 2,56% y 1,8% respectivamente. Dicha caída en 2019 es consecuencia de la crisis social que ocurrió en Chile en octubre de aquel año, donde la compañía tuvo que cerrar alrededor de un 15% de sus tiendas debido a los saqueos e incendios, y acortar el horario de atención por los disturbios y falta de transporte (SMU, 2019). Puesto que Chile representa más del 97% (Cuadro 3) de los ingresos de la compañía, la situación afecta en gran medida los resultados de la compañía. Mientras que en 2020 los ingresos de la empresa durante el primer semestre se vieron mermados por pandemia de coronavirus, donde el distanciamiento social y las cuarentenas alteraron los niveles habituales de compra, lo que terminó impactando ligeramente al resultado a final de año. No obstante, los ingresos sólo se vieron disminuidos en forma leve debido al tratarse de una compañía e industria con productos con baja sensibilidad al ingreso. Mientras que los resultados presentados en el Cuadro 18 también se pueden ver influenciados por los cambios en la UF durante cada año.

Cuadro 18. Evolución Ingresos (MUF) SMU por segmento y país. ⁸

Ingresos MUF	2016	2017	2018	2019	2020	2021
UNIMARC	58.502,84	58.853,05	57.923,73	56.012,38	53.890,65	53.924,46
MAYORISTAS	21.838,97	21.312,85	21.157,37	20.909,46	21.355,49	21.275,67
OK MARKET	1.863,71	1.843,00	1.858,20	1.849,14	1.787,13	1.925,14
E-COMMERCE	494,94	491,65	432,07	298,28	413,31	390,75
OTROS	175,62	132,97	237,30	247,96	263,85	208,31
SUPERMERCADOS CHILE	82.876,09	82.633,51	81.608,67	79.317,21	77.710,42	77.724,34
SUPERMERCADOS PERÚ	1.451,53	1.609,57	1.661,75	1.821,50	1.970,36	1.650,88
TOTAL SUPERMERCADOS	84.327,62	84.243,08	83.270,43	81.138,71	79.680,79	79.375,22
Variación ingresos		-0,10%	-1,15%	-2,56%	-1,80%	-0,38%

⁸ El año 2021 del cuadro presenta los últimos 12 meses desde julio de 2020.

Fuente: Elaboración Propia en base a información proveída por SMU S.A. en sus EEEF.

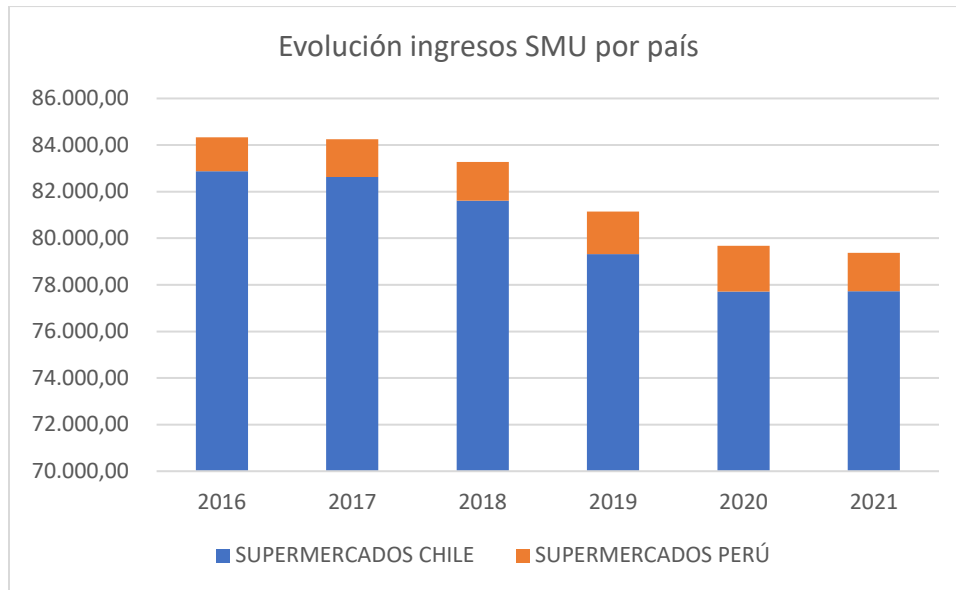
En cuanto a la situación por país de la compañía, las operaciones de SMU en Perú han ido en constante aumento, siendo el año 2017 el de mayor crecimiento con un 10,89%, producto de iniciativas comerciales y operacionales realizadas en el país, con el motivo de aprovechar las sinergias del negocio (SMU, 2017). Mientras que los años siguientes mantuvieron la tendencia, al consolidar su propuesta de valor al cliente final y la implementación de eficiencias comerciales. En Chile la situación es muy similar a la de ingresos totales, por la importancia del país en los resultados de la firma, por lo que su evolución y principales caídas se explican por la crisis social y sanitaria. Aunque en 2021 las ventas se han podido recuperar debido a la mayor liquidez que tienen los consumidores ante mayores ayudas fiscales y retiros de fondos de pensiones. La Figura 2 presenta la evolución de los ingresos en Chile y Perú de SMU.

Cuadro 19. Crecimiento real Ingresos SMU por segmento y país.

Evolución %	2017	2018	2019	2020	2021
UNIMARC	0,60%	-1,58%	-3,30%	-3,79%	0,06%
MAYORISTAS	-2,41%	-0,73%	-1,17%	2,13%	-0,37%
OK MARKET	-1,11%	0,82%	-0,49%	-3,35%	7,72%
E-COMMERCE	-0,66%	-12,12%	-30,97%	38,57%	-5,46%
OTROS	-24,28%	78,46%	4,49%	6,41%	-21,05%
SUPERMERCADOS CHILE	-0,29%	-1,24%	-2,81%	-2,03%	0,02%
SUPERMERCADOS PERÚ	10,89%	3,24%	9,61%	8,17%	-16,21%
TOTAL SUPERMERCADOS	-0,10%	-1,15%	-2,56%	-1,80%	-0,38%

Fuente: Elaboración Propia.

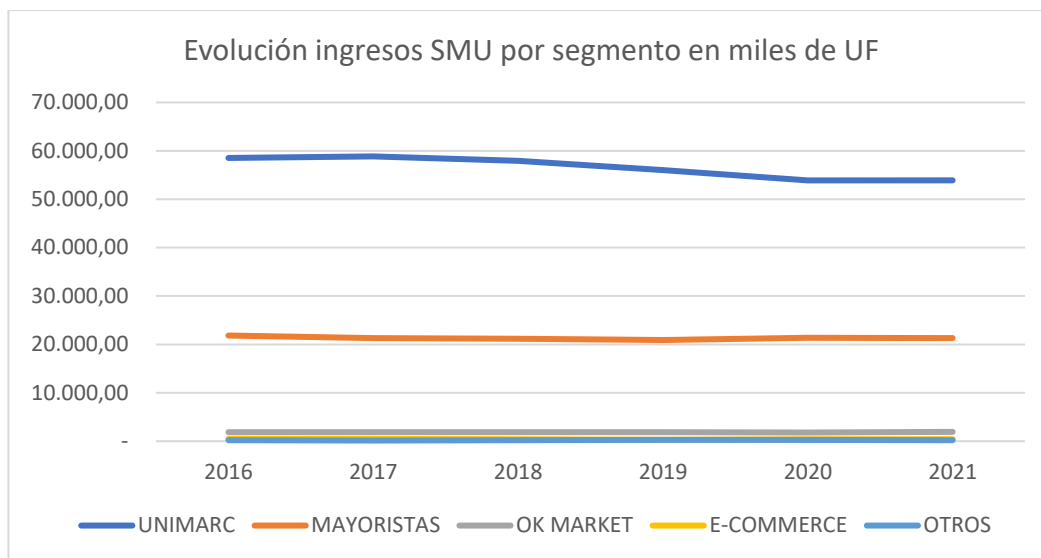
Figura 2. Evolución Ingresos SMU por país.



Fuente: Elaboración Propia.

En cuanto a la evolución por segmento en Chile, esta se presenta en la Figura 3. En ella es posible observar que Unimarc en el segmento minorista presenta una tendencia similar a la de ingresos totales, por representar alrededor de un 70% de las ventas de la compañía, mostrando una baja entre 2018 y 2020 y obteniendo una leve recuperación en 2021. Mientras que el segmento mayorista (Mayorista 10 y Alvi) ha mantenido cierta estabilidad durante el período analizado, destacando el año 2020 con un alza de 2,13% por un mayor ticket promedio y mejora en las ventas en el segundo semestre. Los segmentos de tienda de conveniencia (OK Market) y e-commerce (Telemercados) representan un porcentaje menor de los ingresos de SMU, siendo para el caso de OK Market una tendencia estable hasta 2019, pero disminuyendo más de un 3% por la crisis sanitaria y una recuperación mayor a un 7% en 2021, mientras que el segmento online presentó una alta dispersión en sus ingresos, disminuyendo un 30% en 2019 y recuperándose un 38,6% por las cuarentenas y distanciamiento social durante la pandemia.

Figura 3. Evolución Ingresos SMU por segmento.



Fuente: Elaboración Propia.

5.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

En esta sección se analizará la composición y evolución de los costos y gastos operacionales de la compañía.

En primer lugar, se destaca que existen principalmente 3 componentes de los costos y gastos operacionales, entre los que se encuentran el costo de ventas, gastos de distribución y gastos de administración. En el que el total de costos y gastos operacionales presentan una tendencia a la baja, lo que se encuentra explicado en mayor medida por la disminución en el costo de ventas de la compañía, que representa en promedio alrededor del 77% del total de costos y gastos operacionales durante el promedio 2016-2021. Esto se puede observar en el cuadro del Anexo 5.

Cuadro 20. Evolución costos y gastos operacionales (MUF).

Costos y gastos en MUF	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Costo de Ventas	61.155,52	60.455,70	59.552,90	57.052,97	55.983,30	55.559,86
Gastos de Distribución	863,16	920,89	1.029,84	1.106,86	1.073,50	990,17
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	17.332,30	17.566,30	17.155,39	15.984,33	16.243,89	15.591,32
Total costos y gastos operacionales	79.350,98	78.942,89	77.738,12	74.144,17	73.300,69	72.141,35
Variación total		-0,51%	-1,53%	-4,62%	-1,14%	-1,58%

Fuente: Elaboración Propia en base a información proveída por SMU S.A. en sus EEEF.

Cuadro 21. Crecimiento costos y gastos operacionales (MUF).

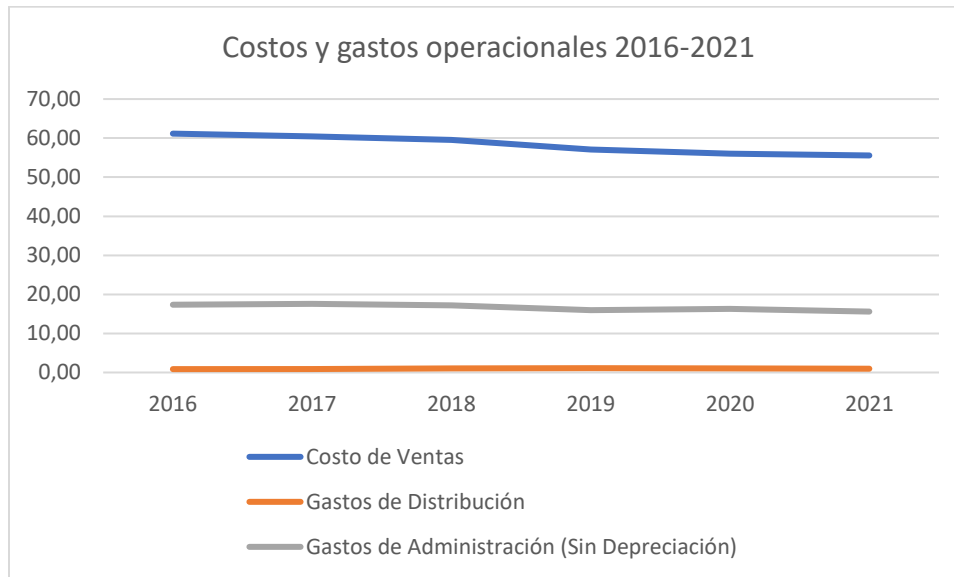
Costos y gastos en MUF	2017	2018	2019	2020	2021
Costo de Ventas	-1,14%	-1,49%	-4,20%	-1,87%	-0,76%
Gastos de Distribución	6,69%	11,83%	7,48%	-3,01%	-7,76%
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	1,35%	-2,34%	-6,83%	1,62%	-4,02%
Total costos y gastos operacionales	0,07	0,08	-0,04	-0,03	-0,13

Fuente: Elaboración Propia.

En ese sentido, el costo de ventas, que es el costo variable que representa la compra de mercadería e insumos de los productos que vende el supermercado y que por lo tanto tiene una relación lineal y positiva con las ventas, muestra una tendencia a la baja, lo que se explica por la disminución en el ingreso de ventas que tuvo la empresa durante tal período, producto de los motivos explicados en el punto 5.1. Por otro lado, como se observa en el Cuadro 21 y en la Figura 4, desde el 2018 los gastos de administración, correspondientes a; gastos de personal, como salarios y reajustes; publicidad; servicios informáticos; seguros; arriendos; materiales; servicios, como consumo de electricidad y agua; y comisiones, entre otros, presentan una tendencia estable hasta 2018, para posteriormente tener una leve tendencia a la baja, explicado por la menor dotación de personal dotación de personal y servicios informáticos, lo que está enmarcado dentro del Plan Estratégico CIMA 2017-2019, y reajustes por UF, mientras que la disminución en 2019 se debe por la inclusión de la NIIF 16, que disminuyó los gastos en arriendo en alrededor de un 8%. Mientras que en 2021 las iniciativas en eficiencia operacional dentro del Plan Estratégico 2019-2022 impulsaron la reducción en gastos de salarios, seguros por renovación de polizas, y materiales, entre otros, lo que provocó la disminución en gastos de administración en un 4%.

Por último, los gastos de distribución, que son principalmente los costos de transporte de mercaderías y otros insumos, representan cerca de un 1% del total de costos y gastos operacionales. Hasta el 2019, los gastos de distribución aumentaron en gran manera, con un incremento real de 11,8% en 2018, explicado por las ventas, una mayor centralización de la distribución y el alza en el precio del combustible. En 2020, los gastos de distribución comenzaron a disminuir producto de la baja del precio del petróleo y cambios en la UF, misma situación para el año 2021 (SMU, 2021).

Figura 4. Evolución costos y gastos operacionales SMU.



Fuente: Elaboración Propia.

Los resultados anteriores también explican la variación de algunos costos como porcentaje de las ventas, como se refleja en el Cuadro 22. El Costo de Ventas en el período analizado ha ido disminuyendo hasta alcanzar el 70% en 2021. Mientras que los Gastos de Distribución no han mostrado una tendencia clara. Por último, los Gastos de Administración muestran una inclinación a la baja, desde un 20,55% de las ventas en 2016, hasta un 19,7% en 2021.

Cuadro 22. Crecimiento costos y gastos operacionales (MUF).

Costos y gastos en MUF	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Costo de Ventas	72,52%	71,76%	71,52%	70,32%	70,26%	69,97%
Gastos de Distribución	1,02%	1,09%	1,24%	1,36%	1,35%	1,25%
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	20,55%	20,85%	20,60%	19,70%	20,39%	19,70%
Total costos y gastos operacionales	94,10%	93,71%	93,36%	91,38%	91,99%	90,92%

Fuente: Elaboración Propia.

5.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa

El resultado no operacional de la compañía ha sido negativo durante el período analizado, alcanzando en 2018 su menor valor cercano a 3 mil UF, y llegando

en 2021 a las -2.700 UF. No obstante, durante el lapso analizado la dispersión se situó entre las -2 mil UF y -3 mil UF, siendo en promedio un 3% de los ingresos de SMU.

Cuadro 23. Evolución Resultado no operacional SMU.

En miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos Financieros	48,59	37,92	45,99	27,24	32,88	38,57
Costos Financieros	-2.738,42	-2.468,42	-2.033,36	-1.768,17	-1.702,02	-1.661,03
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	-49,03	-73,30	-108,13	-117,68	-32,85	2,05
Diferencias de Cambio	613,83	302,23	23,93	17,05	-20,91	1,07
Resultados por Unidades de Reajuste	-667,52	-373,27	-650,12	-402,91	-389,49	-545,79
Otras Ganancias (Pérdidas)	-154,68	125,92	-386,43	-298,39	-296,60	-538,60
Total Resultado no operacional	-2.947,22	-2.448,91	-3.108,12	-2.542,87	-2.409,00	-2.703,74
% Resultado operacional de ingresos	3,49%	2,91%	3,73%	3,13%	3,02%	3,41%

Fuente: Elaboración Propia

A continuación se realiza una breve descripción de los componentes del resultado no operacional de la compañía.

- *Ingresos Financieros*: Intereses ganados en inversiones financieras y arriendos. Se considerará como permanente debido al rubro de la empresa.
- *Costos Financieros*: Corresponde principalmente a gastos e intereses de pasivos financieros. Se considera permanente por la constante deuda financiera que emite la compañía.
- *Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos por el Método de Participación*: Corresponde al resultado de las inversiones en empresas relacionadas en las cuales SMU tiene participación de propiedad en dichas sociedades. Se considera permanente por las diversas sociedades con las que la compañía tiene relación, entre las que se cuentan Unicard S.A, Unired S.A y Unimarc Corredora de Seguros.
- *Diferencias de cambio*: Son diferencias de cambio provenientes de efectivo y otros pasivos financieros en moneda extranjera. Se consideran como permanentes.

- *Resultados por Unidades de Ajuste*: Corresponde al reajuste en UF de deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, y préstamos que devengan intereses. Se considera como permanente por los pasivos financieros que mantiene en UF la compañía.
- *Otras Ganancias (Pérdidas)*: Se refiere a pérdidas en venta y bajas en propiedad, planta y equipo, pérdidas por incendio, recuperación de seguros y cambios o términos de contrato de arrendamiento, entre otros, además de las implementaciones de Planes Estratégicos de la compañía. Se considera permanente debido a que son actividades contingentes a la compañía en cada año.

5.4 Análisis de márgenes de la empresa

En el Cuadro 24 se muestra la evolución de los márgenes de SMU en el período 2016-2021. Al respecto, se evidencia que en general la totalidad de los márgenes analizados han mostrado un alza durante el período. Lo anterior va en línea con lo mostrado en el punto 5.2, donde los costos y gastos operacionales de la compañía han disminuido paulatinamente con una tendencia a la baja, y mostrando una mayor variación favorable en relación con el cambio en las ventas durante el mismo período. En ese sentido, la evidencia en el alza de márgenes está enmarcado dentro de lo que han sido los planes estratégicos que ha ejecutado la compañía en los últimos 5 años, los que han estado enfocados principalmente en eficiencia operacional, fortalecimiento financiero, productividad y crecimiento orgánico.

No obstante, existe una disminución generalizada en el período desde el Margen Operacional hasta el Margen EBITDA, lo que sería una característica de la industria, con bajos márgenes por producto y ganancia por volumen de compra, además de altos gastos de administración por dotación de personal (Feller-Rate, 2020). En esa perspectiva, el Margen EBITDA aumentó un 1% en el período 2020-2021, y alrededor de un 3% analizando el período 2016-2021, lo que sería explicado por el mayor control de gastos de administración que se detallaron en la sección 5.2.

Por último, el Margen Neto de SMU presenta una tendencia positiva, teniendo un margen de 0,0055 en 2016 y al segundo semestre de 2021 manteniendo un Margen Neto de 0,0206, lo que da cuenta de la eficiencia en costos que ha estado impulsando la compañía.

Cuadro 24. Evolución histórica márgenes SMU.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto	0,2748	0,2824	0,2848	0,2968	0,2974	0,3003
Margen Operacional	0,2646	0,2714	0,2725	0,2832	0,2839	0,2878
Margen EBITDA	0,0590	0,0629	0,0664	0,0862	0,0801	0,0908
Margen Neto	0,0055	0,0122	0,0144	0,0151	0,0129	0,0206

Fuente: Elaboración Propia

5.5 Análisis de los activos de la empresa

En esta sección se revisarán los activos operacionales y no operacionales de la compañía, además se calculará el Capital de Trabajo Neto (CTON) y se realizará un análisis histórico de las inversiones en Propiedad, Planta y Equipo y activos intangibles de SMU.

5.5.1 Activos operacionales y no operacionales

A continuación, en el Cuadro 25 se presentan los activos clasificados como operacionales y no operacionales de la compañía.

Cuadro 25. Activos operacionales y no operacionales SMU.

Tipo de Activos (Miles de UF)	jun-21	Operacional	No operacional
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	3.170,22	x	
Otros Activos Financieros Corrientes	0,59		x
Otros Activos No Financieros	943,15		x
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	2.329,03	x	
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes	533,22		x
Inventarios	7.108,42	x	
Activos por Impuestos Corrientes	43,38		x
Otros Activos Financieros No Corrientes	8,91		x
Otros Activos No Financieros No Corrientes	156,21		x
Cuentas por Cobrar No Corrientes	77,70	x	
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	460,30		x
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	1.953,34		x
Plusvalía	15.978,07		x
Propiedades, Plantas y Equipos Neto	23.139,28	x	
Activos por Impuestos Diferidos	14.487,47		x
Total	70.389,29		

Fuente: Elaboración Propia en base a información proveída por SMU S.A. en sus EEEF.

Los activos no operacionales de la compañía se clasificaron por los siguientes motivos:

- *Otros activos financieros corrientes:* Corresponden a clasificaciones contables y subarriendos de locales que no están en uso por parte de SMU y que no pertenecen al rubro de retail supermercadista de SMU.
- *Otros activos financieros:* Corresponden principalmente a seguros pagados por anticipado, IVA crédito fiscal y garantías por arriendos.
- *Cuentas por cobrar a entidades relacionadas:* Pagos a relacionadas como Vivo Corp, Unired, Unicard y Unimarc corredores de seguros. Cuentas que no pertenecen al rubro del negocio.
- *Activos por impuestos corrientes:* Son activos correspondientes a impuestos diferidos e impuestos a las ganancias.
- *Inversiones contabilizadas utilizando el método de participación:* Corresponden a participaciones en otras sociedades como Unicard,

Unired, Inversiones RF y Unimarc Corredores de Seguros, que no se relaciona directamente con la operación del negocio.

- *Activos Intangibles distintos de la plusvalía:* Se refiere a activos que mantiene la empresa con respecto a softwares, cesiones de arriendo, marcas y listado de clientes.
- *Plusvalía:* Corresponde a cambios en el valor de diferentes activos de la compañía, como supermercados y sociedades comerciales en las que SMU tiene una participación.

5.5.2 Capital de trabajo operativo neto (CTON)

El capital de trabajo operativo neto (Activos operacionales menos pasivos operacionales) de la compañía durante el período analizado es en su mayoría negativo. Sólo se obtuvo un capital de trabajo positivo en el año 2020 y el menor capital de trabajo fue en 2016. Al respecto, las variaciones en el efectivo se dan principalmente por los cambios en la deuda financiera, ya sean por pago de amortizaciones de bonos en circulación, o por la obtención de financiamiento mediante este instrumento que hace aumentar el efectivo en los años determinados. Mientras que las deudas comerciales y otras cuentas por cobrar provienen de las cuentas por cobrar de clientes por ventas a través de tarjetas de débito y crédito y ciclo de venta. No obstante, la variación en esta cuenta en 2017 se encuentra explicada por la venta de Construmart (SMU, 2018). Las variaciones en el inventario provienen de mayores abastecimientos o mayores ventas producidas en el período. En cuanto a los pasivos operacionales, las cuentas comerciales y otras cuentas por pagar corrientes, estas provienen de cuentas por pagar a proveedores y acreedores por otros gastos y servicios.

Producto de lo anterior, SMU ha tenido un capital de trabajo negativo, lo que no necesariamente es una situación mala para la compañía, sino que debido a la naturaleza del negocio, los pasivos operacionales como cuentas por pagar, rotan más lento que los activos operacionales (cuentas por cobrar o a crédito, que en general son más a corto plazo).

La empresa desde 2016 ha aumentado paulatinamente su CTON (o también siendo menos negativo), lo que sería producto de una mayor rotación de sus

activos operacionales en comparación a períodos anteriores. A junio de 2021, su capital de trabajo operativo fue de alrededor de -109 mil UF.

Cuadro 26. Capital de Trabajo Operativo Neto SMU.

En miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Activos operacionales:	13.097,12	13.126,65	12.159,25	11.952,25	16.441,72	12.607,67
<i>Efectivo y Equivalentes al Efectivo</i>	1.840,63	4.124,93	2.998,06	1.794,79	6.801,31	3.170,22
<i>Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes</i>	3.133,45	1.756,57	2.089,44	3.243,14	3.148,24	2.329,03
<i>Inventarios</i>	8.123,04	7.245,15	7.071,75	6.914,32	6.492,17	7.108,42
Pasivos operacionales:	17.309,90	15.462,26	15.174,26	13.523,82	12.471,44	12.717,55
<i>Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Pagar Corrientes</i>	17.309,90	15.462,26	15.174,26	13.523,82	12.471,44	12.717,55
CTON	-4.212,78	-2.335,61	-3.015,01	-1.571,57	3.970,27	-109,89
Ingresos operacionales	84.327,62	84.243,08	83.270,43	81.138,71	79.680,79	79.375,22
RCTON (en %)	-5,00%	-2,77%	-3,62%	-1,94%	4,98%	-0,14%

Fuente: Elaboración Propia

5.5.3 Inversiones

El Cuadro 27 detalla las inversiones de la compañía en Propiedad, Planta y Equipo. Se destaca que las inversiones como porcentaje de los ingresos se mantienen entre 1% y 2%, habiendo un leve aumento en 2018 y 2019 que no se condice con los ingresos, puesto que en dichos años se ejecutaron planes de inversiones con el objetivo de compras de equipamiento logístico y apertura y reconversiones de locales. Dentro de los años analizados se considera una relación relativamente estable.

Por otra parte, en el cuadro es posible ver que regularmente las inversiones que realiza SMU en CAPEX son por debajo de los niveles de depreciación y amortización anuales.

Estos hechos se podrían deber ya que, salvo la apertura de nuevas tiendas, la empresa por el tipo de negocio que posee no despliega grandes cantidades de inversiones en Propiedad, Planta y Equipo.

Cuadro 27. Inversiones en Propiedad, Planta y Equipo SMU.

En miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Compras de propiedad, planta y equipos	-560,31	-651,79	-1.384,60	-1.256,41	-909,98	-946,41
Compras de activos intangibles	-240,01	-389,86	-275,92	-193,76	-195,58	-203,46
Total inversiones	800,33	1.041,65	1.660,52	1.450,17	1.105,57	1.149,87
Ingresos operacionales	84.327,62	84.243,08	83.270,43	81.138,71	79.680,79	79.375,22
% inversiones sobre los ingresos	0,95%	1,24%	1,99%	1,79%	1,39%	1,45%
Depreciación y amortización	-1.939,99	-1.792,18	-1.811,97	-3.045,83	-2.956,66	-2.827,07
% dep. y amor. sobre inversiones	242,40%	172,05%	109,12%	210,03%	267,43%	245,86%

Fuente: Elaboración Propia

5.6 Same Store Sales y ventas por metro cuadrado

En esta sección se revisa la evolución en SMU de dos de las métricas más importantes dentro de la industria supermercadista.

Una de ellas es el indicador de Same Store Sales (SSS) o Ventas de locales Equivalentes, lo que mide el crecimiento de ingresos de una compañía sin considerar las ventas de los establecimientos nuevos. Al respecto, el Cuadro 28 muestra el crecimiento real de SSS durante el período 2016-2020. El cuadro indica que la firma ha mantenido un crecimiento irregular en esta métrica, manteniendo una caída desde el año 2018 en casi todas sus líneas de negocio, lo que se ve acentuado en el 2019 y 2020. Este indicador sería el resultado de hechos que repercutieron en la industria supermercadista en Chile, como el estallido social y la pandemia de Covid-19, así como también un reflejo de un empeoramiento de la gestión comercial de la compañía con respecto a sus tiendas ya existentes, lo que también va en línea con la caída en su participación de mercado.

Cuadro 28. Evolución Same Store Sales SMU.

SAME STORE SALES	2016	2017	2018	2019	2020
UNIMARC	4,37%	0,61%	-1,18%	-3,15%	-1,61%
MAYORISTAS	-1,81%	-2,39%	0,56%	-0,71%	8,31%
OK MARKET	2,12%	1,94%	-0,48%	-0,95%	1,55%
SUPERMERCADOS CHILE	2,59%	-0,16%	-0,78%	-2,62%	1,14%
SUPERMERCADOS PERÚ	0,07%	9,76%	5,04%	0,31%	0,62%
TOTAL SUPERMERCADOS	2,50%	-0,005%	-0,70%	-2,40%	1,30%

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 29. Evolución ventas por metro cuadrado SMU.

Ventas proyectadas en miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020	2021
UNIMARC	143,73	146,25	149,40	159,64	155,60	155,63
MAYORISTAS	129,07	125,96	135,71	164,71	174,08	173,43
OK MARKET	122,31	126,84	125,74	131,23	125,21	132,30
SUPERMERCADOS CHILE	395,11	399,04	410,85	455,59	454,89	461,36
SUPERMERCADOS PERÚ	71,16	78,91	81,47	97,96	98,85	91,96
TOTAL SUPERMERCADOS	466,27	477,95	492,32	553,55	553,74	553,32

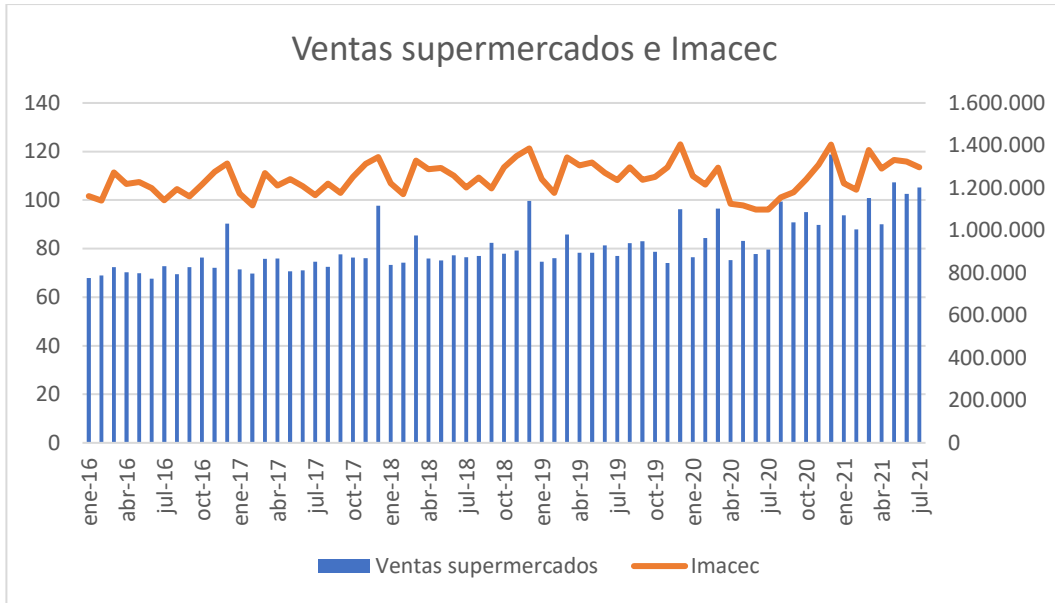
Fuente: Elaboración Propia

Lo anterior contrasta con la evolución de ventas por metro cuadrado, donde SMU ha obtenido una mayor eficiencia en cuanto a venta por metro cuadrado, lo que se explicaría por una menor cantidad de metros cuadrados disponibles para venta, pero manteniendo el mismo nivel de capacidad de ingreso. El año 2019 es donde la compañía logra su mayor nivel de venta por metro cuadrado, donde a pesar de presentar menores ventas producto de la crisis social en Chile, los establecimientos cerrados producto de las protestas hicieron que esta métrica se mantuviera en niveles altos.

5.7 Análisis de crecimiento de la industria

La industria de retail supermercadista es una industria relativamente resiliente a ciclos económicos, tal como lo demuestra la Figura 5. Esta situación debería ser aún más aplicable a SMU, donde un 98% de los ingresos de la compañía provienen de las ventas de alimentos, debido a una mayor inelasticidad de tales productos al ingreso (SMU, 2021). Sin embargo, existen riesgos con respecto a cierres de locales y restricciones de movilidad como sucedió para la crisis social y crisis sanitaria respectivamente. En ese sentido, el crecimiento en ventas de las compañías de la industria se centraría en la competencia y estrategia que estas tengan.

Figura 5. Ventas mensuales de supermercados en Chile en CLP\$MM.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del INE.

De esta manera, la industria mantiene desafíos en los próximos años. La cadena colombiana de supermercados tipo *hard discount* Justo y Bueno entrará al mercado chileno debido a la compra de la cadena de supermercados Erbi en mayo de 2020, y aunque aún la compañía no inicia sus operaciones en Chile ni ha detallado cuando se iniciarán, supone aumentar la competencia en un futuro próximo y potencialmente reducir los márgenes en caso de una fuerte competencia.

Por otro lado, los cambios de hábito de compra y la aceleración del e-commerce supone algunos cambios en la estrategia de los supermercados. Los clientes que antes compraban por reposición, ahora en su mayoría lo están haciendo como abastecimiento, lo que eleva el ticket promedio de compra. Mientras la irrupción y crecimiento que el comercio online ha mostrado durante la pandemia (Figura 6) ha llevado que la industria se asocie con empresas de última milla como PedidosYa, Cornershop y Rappi, o incluso cree o potencie sus propias plataformas, como lo es en el caso de SMU con Telemercados.

Figura 6. Índice ventas mensuales online del Retail en Chile 2020-2021



Fuente: Cámara Nacional de Comercio.

Otros desafíos con los que cuenta la industria son la eficiencia operacional, automatización y estandarización de procesos para tener un mejor manejo de los márgenes operacionales y EBITDA. Mientras que aspectos regulatorios y contingenciales como reducción de horario laboral y nuevas restricciones o incidentes respectivamente son tomados en cuenta por la industria.

Finalmente, producto de las crisis sociales y sanitarias y los establecimientos dañados, la renovación de las pólizas de seguro podría implicar un mayor gasto de la industria debido a mayores primas por riesgo que exigirían las compañías de seguro. Puesto que este factor está relacionado con los gastos de administración que tienen los supermercados, pondría mayor presión para los resultados de la industria en el futuro (Feller-Rate, 2020).

5.8 Perspectivas de crecimiento de la compañía y Plan Estratégico 2020-2022

Como se ha mencionado anteriormente, SMU ha ejecutado planes estratégicos desde el 2014 con el objetivo de fortalecer su posición comercial y financiera, además de implementar medidas de eficiencia operacional y logística. El Plan Estratégico 2014-2016 se basó en pilares de optimización y eficiencia, mientras que el Plan Estratégico CIMA 2017-2019 lo estuvo en crecimiento y rentabilidad, donde además de implementar medidas operacionales, hubo enfoque en experiencia del cliente y desarrollo tecnológico.

El Plan Estratégico 2020-2022 le otorga continuidad a los planes anteriores, y le suma el crecimiento orgánico de la empresa en Chile y Perú, a través de nuevas aperturas, remodelación de locales, crecimiento omnicanal y el desarrollo de una plataforma e-commerce propia de SMU. En cuanto a la experiencia del cliente, la compañía implementará herramientas de data science para personalizar la atención al cliente, mientras que en eficiencia y productividad, la compañía tiene estipulado realizar optimizaciones que involucran implementar sistemas de gestión de la fuerza laboral para optimizar la dotación de personal y para las operaciones de transporte, así como también dotar de una mayor capacidad a los centros de distribución y digitalizar tareas propias de los establecimientos (SMU, 2021). Con esto, la compañía espera aumentar ingresos con una mayor cobertura geográfica y ahorrar gastos operacionales en el mediano plazo.

Figura 7. Ejes Plan Estratégico SMU 2020-2022



Fuente: Memoria SMU 2020

En este informe se destacan algunas medidas a la fecha de valoración, que se han iniciado como parte del Plan Estratégico. En octubre de 2020, la compañía informó de un acuerdo con la empresa mexicana Femsa para la venta de la cadena de tiendas de conveniencia OK Market, y que a junio de 2021 contemplaba 123 tiendas y representaba alrededor del 2% de los ingresos de

la compañía. Esta operación le reportaría a SMU unos US\$55 millones, y actualmente se encuentra sujeta a la aprobación de la Fiscalía Nacional Económica. Los recursos de la venta serían utilizados para financiar el Plan Estratégico que está en marcha.⁹

En cuanto a la expansión de su cobertura geográfica, SMU ya ha comunicado sobre apertura de nuevas tiendas en Chile y Perú. En el caso de Chile, la compañía afirma que va a abrir 21 establecimientos entre el período 2021-2023, de los cuales 15 serán del formato Unimarc, y 6 del formato minorista Alvi. De igual manera, SMU arrendará establecimientos de la Región Metropolitana que pertenecían a la cadena de supermercados Montserrat, sin embargo, la transacción está sujeta a la autorización de autoridades de libre competencia, y la compañía aún no ha comunicado qué segmento ocuparán en los arriendos. En Perú, SMU planea abrir en 2021 cinco supermercados Maxiahorro, representando una inversión de US\$3 millones. El objetivo es incrementar la presencia en Perú y apostar en zonas estratégicas con una propuesta de valor atractiva. Como antecedente, en el primer trimestre del 2021 la compañía abrió en Perú una tienda Maxiahorro y cerró dos tiendas del formato Mayorsa.¹⁰

Por otra parte, tal como detalla su presentación corporativa en 2021, la empresa espera durante el año lanzar el sitio Unimarc.cl y la App Unimarc como iniciativas para impulsar una plataforma e-commerce, además de Club Alvi Pagos para su segmento de clientes comerciantes, con el motivo de que estos puedan recibir pagos con tarjetas de crédito y débito en sus propios negocios. Por último, SMU planea inaugurar una nueva propuesta de precios bajos dentro del formato *soft discount* en Chile, con tiendas en varias regiones del país. Este último formato podría representar la competencia para la eventual instalación de la cadena Justo y Bueno en el país. Todas estas medidas se enmarcan en el crecimiento omnicanal que se ha propuesto la compañía en su último Plan Estratégico. A la fecha de valoración no se habían entregado detalles más

⁹ SMU firma acuerdo para vender cadena OK Market a la mexicana Femsá. La Tercera, Octubre 2020. <https://www.latercera.com/pulso/noticia/smu-firma-acuerdo-para-vender-cadena-ok-market-a-la-mexicana-femsa/SR3XD7DBPZEFBOY647JG6P2CU4/>

¹⁰ SMU planea abrir este año cinco supermercados Maxiahorro en Perú. Diario Financiero, Mayo 2021. <https://www.df.cl/noticias/empresas/multinacionales/smu-planea-abrir-este-año-cinco-supermercados-maxiahorro-en-peru/2021-05-23/173442.html>

específicos sobre la apertura del formato *soft discount* ni del crecimiento omnicanal.

6 Proyección del Estado de Resultados

6.1 Ingresos operacionales proyectados

Para la proyección de los ingresos se utiliza el indicador operacional de ventas por metro cuadrado, separado por segmento de negocio de la compañía. Dentro del actual Plan Estratégico de la compañía está el crecer orgánicamente a través de nuevas tiendas y una mayor cobertura geográfica, donde SMU contempla la apertura de 15 tiendas Unimarc y 6 de Club Mayorista Alvi en el período 2021-2023, y 5 nuevas tiendas de Maxi Ahorro en 2021. El supuesto para proyectar la superficie de venta radica en 5 aperturas por año en Unimarc y 2 aperturas para el caso del segmento mayorista Alvi, y que cada nuevo establecimiento tendrá el tamaño promedio en metros cuadrados que tenía la compañía por segmento al cierre del primer semestre del 2021. El promedio de metros cuadrados por tienda al primer semestre de 2021, y la proyección de superficie de venta se encuentran en los anexos 8 y 9 respectivamente.

De esta manera, se toma en consideración la venta por metro cuadrado al final del primer semestre de 2021, y la superficie de venta proyectada por segmento, para proyectar las ventas en el período 2022-2026, y segundo semestre de 2021. Se asume como supuesto que la compañía seguirá mostrando un nivel de ventas por metro cuadrado similar a lo mostrado en 2021, lo que, complementando al análisis en el punto 5.6 de un alza en el nivel de ventas por metro cuadrado, va en línea con el Plan Estratégico de una mejor experiencia hacia el cliente y una mejor gestión comercial. También se asume que las nuevas tiendas no tendrían un rendimiento inferior en comparación a los establecimientos que ya están en funcionamiento. El Cuadro 30 muestra los ingresos proyectados con las nuevas tiendas.

Cuadro 30. Ingresos proyectados con nuevos establecimientos incluidos.

Ventas proyectadas en miles de UF	2S-2021	2022	2023	2024	2025	2026
UNIMARC	27.366,88	55.745,37	56.756,99	56.756,99	56.756,99	56.756,99
MAYORISTAS	10.828,61	22.420,32	22.801,86	22.420,32	22.420,32	22.420,32
OK MARKET	992,22	-	-	-	-	-
OTROS	162,29	263,85	263,85	263,85	263,85	263,85
SUPERMERCADOS CHILE	39.350,00	78.429,54	79.822,70	79.441,16	79.441,16	79.441,16
SUPERMERCADOS PERÚ	1.009,35	2.018,71	2.018,71	2.018,71	2.018,71	2.018,71
TOTAL SUPERMERCADOS	40.359,35	80.448,25	81.841,41	81.459,86	81.459,86	81.459,86

Fuente: Elaboración Propia.

Asimismo, se asume que la línea de negocio de tiendas de conveniencia OK Market se vende en 2022, y que desde ese año no aporta ingresos para la compañía.

Otro elemento utilizado en la proyección es el crecimiento omnicanal que prevé la empresa, en específico el mayor desarrollo de su plataforma e-commerce Unimarc.cl y nuevas alianzas con *last milers*. En ese sentido, se espera que las ventas por medio de plataformas on-line constituirían el 1% de las ventas anuales.¹¹ Por lo que los ingresos serían proyectados de la siguiente forma en el Cuadro 31.

Cuadro 31. Ingresos proyectados con penetración de e-commerce.

	2S-2021	2022	2023	2024	2025	2026
TOTAL SUPERMERCADOS	40.767,02	81.260,86	82.668,09	82.282,69	82.282,69	82.282,69

Fuente: Elaboración Propia.

Por último, si bien la industria de retail supermercadista se caracteriza por ser un sector defensivo ante dificultades macroeconómicas, eventos como mayor liquidez de los hogares ante mayores estímulos monetarios hacia varios sectores de la población, sí podría afectar en forma positiva los ingresos de la compañía. Ejemplo de ello en Chile son las transferencias hacia los hogares por el Ingreso Laboral de Emergencia (IFE) y los retiros de fondos de pensiones en Chile y Perú. En el cuadro del Anexo 10 se evidencia la relación semestral en Chile entre la variación en el consumo privado y los ingresos de SMU en Chile durante el período 2018-2021, donde el crecimiento del consumo privado y de los ingresos de SMU mantienen una relación positiva y relativamente estable, siendo el avance año a año de la empresa proporcionalmente menor al

¹¹ El Mercurio Inversiones. La esperanza bursátil de SMU tras el castigo post estallido social. <https://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Analisis/2022/05/02/1010419/resiliencia-en-smu-segun-mercado.aspx>

crecimiento del consumo privado. El Anexo 11 muestra la proyección del consumo privado en Chile por parte del Banco Central del país hasta 2023, mientras que en el período 2024-2026 se decidió mantener el crecimiento de esta estadística constante en un 1% de crecimiento, mismo valor que en la proyección de 2023..¹²

Por lo tanto, se agrega un factor de 0,15 multiplicador (promedio de la proporción de crecimiento SMU/Consumo) a la proyección de ingresos, la que se refleja en el Cuadro 32.¹³

Cuadro 32. Ingresos SMU proyectados.

	2S-2021	2022	2023	2024	2025	2026
TOTAL SUPERMERCADOS	41.374,77	81.417,38	82.789,37	82.406,01	82.405,44	82.405,44

Fuente: Elaboración Propia.

6.2 Costos operacionales proyectados

Los costos y gastos operacionales proyectados tomarán en cuenta los promedios de dichas cuentas como porcentaje de las ventas durante el período 2017-2021, además de cómo cambiaron históricamente los costos y gastos ante medidas de eficiencia operacional ejecutadas durante los planes estratégicos anteriores, lo que detalló en la sección 5.2.

El costo de venta anual de SMU tiende a ser en promedio alrededor de 70,9% de los ingresos, como evidencia el Cuadro 22. Se ha evidenciado una tendencia a la baja desde el 2017, cuando el costo de ventas era 71,8% de los ingresos, hasta situarse en un 69,9% al término del primer semestre del año 2021. Para el segundo semestre 2021 se proyecta un costo de venta igual al promedio del período analizado, correspondiente a 70,89%, luego disminuye un 0,5% como

¹² Para el caso de Perú se decidió no realizar el mismo análisis debido a la dificultad de encontrar cifras oficiales de consumo privado y la menor proporción de ingresos del país en los resultados de la empresa (2%).

¹³ El factor del consumo de 0,15 es multiplicado por las proyecciones de crecimiento del consumo en Chile del Banco Central, lo que se suma al crecimiento de ingresos que se proyectaban con la penetración del e-commerce.

porcentaje de las ventas cada año hasta 2023, cuando el Plan Estratégico actual se haya ejecutado completamente.

Los costos de distribución han tenido un leve aumento en el período analizado, pero debido a una mayor disposición de centros de distribución en Chile y mejoras operacionales que ha detallado la compañía, se estima que dicho costo disminuya hasta su nivel promedio en el período 2016-2020, representando un 1,24% de los ingresos, siendo menor al 1,35% que se observó en el 2020, y levemente inferior al 1,25% de las ventas en el primer semestre de 2021. Este costo se mantendría constante durante los años proyectados.

En cuanto a los gastos de administración, tal como se detalló anteriormente, han mostrado una baja desde el 20,85% de los ingresos en 2017 hasta 19,7% en el primer semestre de 2021, sin embargo, debido a las implementaciones del Plan Estratégico y la apertura de nuevos establecimientos en Chile y Perú, se estima que para el segundo semestre de 2021 se eleve hasta 20,2% de los ingresos (que constituye el promedio del período 2017-2021 analizado), y posteriormente disminuya 0,25% anualmente, esta disminución se mantendría hasta 2023, posteriormente la proporción a los ingresos se mantiene constante en un 19,7%. La disminución menor a cómo ha sido la tendencia durante la ejecución de los Planes Estratégicos anteriores, donde se redujo en promedio un 0,28% los gastos de administración como porcentaje de las ventas.

De esta manera, se presentan los costos y gastos operacionales para los años proyectados:

Cuadro 33. Costos y gastos operacionales proyectados.

En miles de UF	2021-2	2022	2023	2024	2025	2026
Costo de Ventas	29.330,87	57.314,07	57.869,81	57.601,84	57.601,44	57.601,44
Gastos de Distribución	511,85	1.007,22	1.024,19	1.019,45	1.019,44	1.019,44
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	8.363,41	16.250,33	16.313,46	16.237,92	16.237,81	16.237,81
Total	38.206,13	74.571,61	75.207,46	74.859,21	74.858,69	74.858,69

Fuente: Elaboración Propia.

6.3 Resultado no operacional proyectado

En esta sección del Estado de Resultados, los ingresos financieros variarán de acuerdo con los ingresos de la compañía, puesto que a mayores ingresos que se dispongan, habrá una mayor capacidad para invertir en instrumentos financieros y arriendos. Al respecto, se encontró una tendencia en el período 2017-2021 cercana a un 0,05% de los ingresos, manteniendo esa proporción constante para los años proyectados.

Los costos financieros se estimarán constantes, como una forma de mantener la estructura de capital objetivo. Mientras que los Resultados por Unidades de Reajuste variarán con respecto a los costos financieros, puesto que esta cuenta proviene principalmente de diferencias en moneda de reajuste de los intereses financieros que se pagan. En ese sentido se ha encontrado una tendencia en años anteriores de alrededor de un 25% de los costos financieros, manteniendo dicha relación constante para los años proyectados.

Las cuentas como Diferencias de Cambio, Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación, y Otras Ganancias (Pérdidas) se asumirán como constantes tomando los valores del año 2020 como fijos, debido a la dificultad para proyectar dichas cuentas.

Por último, en el Resultado No Operacional se agrega la utilidad proveniente de la venta del negocio de OK Market al holding mexicano Femsa. La venta le reportaría alrededor de \$49.000 millones en caja a la compañía, equivalente a 1.500 UF, lo que sería utilizado principalmente para financiar parte del Plan Estratégico puesto en marcha en 2020. La utilidad derivada de dicha venta está incluida en Otras Ganancias (Pérdidas) del Resultado No Operacional proyectado en 2022.

De tal forma, el resultado no operacional es proyectado de la siguiente manera:

Cuadro 34. Resultado no operacional proyectado.

En miles de UF	2021-2	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos Financieros	20,69	40,71	41,39	41,20	41,20	41,20
Costos Financieros	-825,10	-1.650,20	-1.650,20	-1.650,20	-1.650,20	-1.650,20
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	0,02	-32,85	-32,85	-32,85	-32,85	-32,85
Diferencias de Cambio	1,74	-20,91	-20,91	-20,91	-20,91	-20,91
Resultados por Unidades de Reajuste	-206,28	-412,55	-412,55	-412,55	-412,55	-412,55
Otras Ganancias (Pérdidas)	-418,63	1.213,52	-296,60	-296,60	-296,60	-296,60
Total Resultado no operacional	-1.427,56	-862,28	-2.371,72	-2.371,91	-2.371,91	-2.371,91

Fuente: Elaboración Propia.

6.4 Depreciación y Amortización proyectada

El Anexo 7 evidencia que durante el lapso 2016-2021, la Depreciación y Amortización representa alrededor de 12% de la Propiedad, Planta y Equipo (PPE) del año anterior. Por ello, se utilizará el promedio del período analizado, correspondiente a 11,57% de la Propiedad, Planta y Equipo proyectado. El Cuadro 33 muestra las proyecciones en esta cuenta. El detalle de cómo se proyectó el PPE se encuentra en la sección 7.

Cuadro 35. Depreciación y Amortización proyectada.

En miles de UF	2021-2	2022	2023	2024	2025	2026
Depreciación y Amortización	-1.362,44	-2.983,57	-3.197,56	-3.338,48	-3.478,75	-3.619,02

Fuente: Elaboración Propia.

La Depreciación y Amortización del segundo semestre de 2021 fue obtenida con la proyección del año 2021 y la Depreciación y Amortización efectiva del primer semestre del 2021.

6.5 Impuesto corporativo proyectado

El impuesto corporativo para cada uno de los años proyectados es de un 27%, el cual es el que detalla el Servicio de Impuestos Internos (SII) en Chile para los años futuros. Se presenta el gasto por intereses y posterior Resultado después de impuestos proyectados para SMU en el Cuadro 36.

Cuadro 36. Impuesto corporativo y resultado después de impuestos proyectado.

En miles de UF	2021-2	2022	2023	2024	2025	2026
Resultado antes de impuestos	378,65	2.999,92	2.012,63	1.836,41	1.696,08	1.555,81
Gasto por Impuesto a las ganancias	-102,24	-809,98	-543,41	-495,83	-457,94	-420,07
Resultado despues de impuestos	276,41	2.189,94	1.469,22	1.340,58	1.238,14	1.135,74

Fuente: Elaboración Propia.

6.6 Estado de resultados proyectado en miles de UF

En esta sección se presenta el Estado de Resultados proyectado de SMU para el período 2021-2026 en el Cuadro 37.

Cuadro 37. Estado de Resultados SMU proyectado.

En miles de UF	2021-2	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos totales	41.374,77	81.417,38	82.789,37	82.406,01	82.405,44	82.405,44
Costo de Ventas	29.330,87	57.314,07	57.869,81	57.601,84	57.601,44	57.601,44
Margen Bruto	12.043,91	24.103,31	24.919,56	24.804,17	24.804,00	24.804,00
Gastos de Distribución	511,85	1.007,22	1.024,19	1.019,45	1.019,44	1.019,44
Margen de Contribución	11.532,06	23.096,09	23.895,37	23.784,72	23.784,56	23.784,56
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	8.363,41	16.250,33	16.313,46	16.237,92	16.237,81	16.237,81
EBITDA	3.168,65	6.845,77	7.581,91	7.546,80	7.546,75	7.546,75
Depreciación y Amortización	-1.362,44	-2.983,57	-3.197,56	-3.338,48	-3.478,75	-3.619,02
Ingresos Financieros	20,69	40,71	41,39	41,20	41,20	41,20
Costos Financieros	-825,10	-1.650,20	-1.650,20	-1.650,20	-1.650,20	-1.650,20
Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	0,02	-32,85	-32,85	-32,85	-32,85	-32,85
Diferencias de Cambio	1,74	-20,91	-20,91	-20,91	-20,91	-20,91
Resultados por Unidades de Reajuste	-206,28	-412,55	-412,55	-412,55	-412,55	-412,55
Otras Ganancias (Pérdidas)	-418,63	1.213,52	-296,60	-296,60	-296,60	-296,60
Resultado No Operacional	-1.427,56	-862,28	-2.371,72	-2.371,91	-2.371,91	-2.371,91
Resultado Antes de impuestos	378,65	2.999,92	2.012,63	1.836,41	1.696,08	1.555,81
Gasto por Impuesto a las ganancias	-102,24	-809,98	-543,41	-495,83	-457,94	-420,07
Resultado despues de impuestos	276,41	2.189,94	1.469,22	1.340,58	1.238,14	1.135,74

Fuente: Elaboración Propia.

6.7 Estado de resultados proyectado porcentual

En el Cuadro 38 se presenta el Estado de Resultados proyectado como porcentaje de las ventas. En esta sección se pueden destacar algunos hechos importantes. El Margen Bruto, de Contribución y EBITDA aumentan de manera importante hasta el 2023, que sería cuando el Plan Estratégico actual se

encuentre totalmente ejecutado. Desde ese mismo año, los márgenes se mantienen estables, puesto que las eficiencias operacionales también se encontrarían completamente ejecutadas y probablemente sería más difícil tener una mayor reducción de gastos. Estos resultados se complementan con los resultados evidenciados en el Cuadro 37.

Con respecto a los márgenes que obtuvo la empresa en 2016-2021 (Cuadro 24), los márgenes proyectados para el segundo semestre de 2021 son menores que los de 2020, puesto que para los costos y gastos operacionales proyectados se utilizó el promedio del porcentaje que constituyen esas cuentas como parte de las ventas, por lo que en ese sentido se mostró cierta moderación al no utilizar los mismos márgenes (que fueron altos en comparación a su historia) del primer semestre de 2021. Al 2023, los márgenes Bruto, de Contribución y EBITDA mejoraron lo suficiente como para tener mejores cifras que cuando se empezó el Plan Estratégico en 2020. En cuanto al Margen Neto, a 2023 alcanza un 1,77%, el cual supera el 1,29% de 2020 pero que es menor a lo que obtuvo la empresa en el primer semestre de 2021 (2,06%).

Por lo que analizando estos resultados, se proyecta que el ingreso por nuevos establecimientos, mayor cobertura geográfica y las eficiencias operacionales implementadas por la compañía, tendrían un efecto positivo en los márgenes de la compañía y sus resultados operacionales.

Cuadro 38. Estado de Resultados SMU proyectado porcentual.

En miles de UF	2021-2	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de Ventas	70,89%	70,40%	69,90%	69,90%	69,90%	69,90%
Margen Bruto	29,11%	29,60%	30,10%	30,10%	30,10%	30,10%
Gastos de Distribución	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%
Margen de Contribución	27,87%	28,37%	28,86%	28,86%	28,86%	28,86%
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	20,21%	19,96%	19,70%	19,70%	19,70%	19,70%
EBITDA	7,66%	8,41%	9,16%	9,16%	9,16%	9,16%
Depreciación y Amortización	-3,29%	-3,66%	-3,86%	-4,05%	-4,22%	-4,39%
Ingresos Financieros	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Costos Financieros	-1,99%	-2,03%	-1,99%	-2,00%	-2,00%	-2,00%
Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	0,00%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%
Diferencias de Cambio	0,00%	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,50%	-0,51%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Otras Ganancias (Pérdidas)	-1,01%	1,49%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%
Resultado No Operacional	-3,45%	-1,06%	-2,86%	-2,88%	-2,88%	-2,88%
Resultado Antes de impuestos	0,92%	3,68%	2,43%	2,23%	2,06%	1,89%
Gasto por Impuesto a las ganancias	-0,25%	-0,99%	-0,66%	-0,60%	-0,56%	-0,51%
Resultado despues de impuestos	0,67%	2,69%	1,77%	1,63%	1,50%	1,38%

Fuente: Elaboración Propia.

7 Proyección de los Flujos de Caja Libre

7.1 Inversión en Reposición y CAPEX

Para estimar la inversión en reposición, se asume que esta será utilizada como una inversión para cubrir el deterioro por depreciaciones de los activos inmovilizados de la compañía, por lo que se usará como supuesto que dicha inversión será igual a la depreciación y amortización proyectada para cada año que se encuentra en el apartado 6.4.

Por otro lado, la inversión en CAPEX será estimada tanto por medio de información que ha proveído la compañía, como por su composición histórica. En ese sentido, para el año 2021 y 2022 habría una inversión en CAPEX \$60.000 millones anuales, equivalente a alrededor de 2 mil UF, y que serán utilizados como parte del plan estratégico de SMU (SMU, 2021). Con respecto a la proyección del período 2023-2026, se utilizará como supuesto una proporción de inversión en CAPEX como parte de los ingresos proyectados de 1,47% anual. Este supuesto se justifica en la estabilidad de la proporción de

inversión en CAPEX como parte de los ingresos en el período 2016-2020, donde el promedio de tal proporción se situó en 1,47%.

De esta manera, las proyecciones de inversión en reposición y CAPEX se muestran en el siguiente cuadro:

Cuadro 39. Inversión de reposición y CAPEX proyectado.

Miles de UF	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Propiedades, Plantas y Equipos Bruto	40.159,86	44.855,42	49.688,12	54.103,42	58.654,00	63.344,85	68.175,96
Depreciación y Amortización acumulada	16.314,59	19.074,10	22.057,67	25.255,23	28.593,71	32.072,46	35.691,49
Propiedades, Plantas y Equipos Neto	23.845,27	25.781,31	27.630,45	28.848,19	30.060,29	31.272,38	32.484,48
Inversiones en CAPEX	-1.105,57	1.936,05	1.849,14	1.217,74	1.212,10	1.212,09	1.212,09
Depreciación y Amortización	-2.956,66	-2.759,51	-2.983,57	-3.197,56	-3.338,48	-3.478,75	-3.619,02
Inversión de Reposición	-2.956,66	-2.759,51	-2.983,57	-3.197,56	-3.338,48	-3.478,75	-3.619,02

Fuente: Elaboración Propia.

7.2 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto (CTON)

La sección 5.5.2 muestra que SMU históricamente ha tenido en general valores negativos de CTON, lo que es una característica de la industria dada la naturaleza del negocio. En ese sentido, el CTON proyectado podría ser negativo, lo que sería una liberación y no una inversión en capital de trabajo para los años siguientes. Sin embargo, como una forma de ser conservador, se proyectará que el capital de trabajo será de 0 para los períodos estimados.

7.3 Flujos de caja libre proyectados

A partir de los resultados en la sección 6 y 7, se proyecta el Flujo de Caja libre para los años 2021-2026.

Cuadro 40. Flujo de caja libre proyectado.

En miles de UF	2021-2	2022	2023	2024	2025	2026
Resultado despues de impuestos	276,41	2.189,94	1.469,22	1.340,58	1.238,14	1.135,74
<i>Depreciación y Amortización</i>	1.362,44	2.983,57	3.197,56	3.338,48	3.478,75	3.619,02
<i>Ingresos Financieros (despues de impuestos)</i>	-15,10	-29,72	-30,22	-30,08	-30,08	-30,08
<i>Costos Financieros (despues de impuestos)</i>	602,32	1.204,65	1.204,65	1.204,65	1.204,65	1.204,65
<i>Participación en Ganancias (Pérdidas) de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación (despues de impuestos)</i>	-0,02	23,98	23,98	23,98	23,98	23,98
<i>Diferencias de Cambio</i>	-1,27	15,26	15,26	15,26	15,26	15,26
<i>Resultados por Unidades de Reajuste</i>	150,58	301,16	301,16	301,16	301,16	301,16
<i>Otras Ganancias (Pérdidas) (despues de impuestos)</i>	305,60	-885,87	216,52	216,52	216,52	216,52
Flujo de Caja Bruto (FCB)	2.680,97	5.802,97	6.398,13	6.410,55	6.448,39	6.486,26
<i>Inversión de reposición</i>	-1.362,44	-2.983,57	-3.197,56	-3.338,48	-3.478,75	-3.619,02
<i>CAPEX</i>	-1.083,06	-1.849,14	-1.217,74	-1.212,10	-1.212,09	-1.212,09
<i>Aumento (disminuciones) de CTON</i>						
Flujo de Caja Libre (FCL)	235,47	970,27	1.982,84	1.859,97	1.757,54	1.655,15
Valor terminal						33.407,84
FCL + Valor terminal	235,47	970,27	1.982,84	1.859,97	1.757,54	35.062,99

Fuente: Elaboración Propia.

Al Resultado Después de Impuestos se le ajusta por partidas que no representan salida de efectivo como Depreciación y Amortización proyectada, y los Resultados No Operacionales, además se ajusta por inversiones de reposición y CAPEX, e inversión o liberación de CTON.

El valor terminal de la compañía fue estimado en base al último flujo proyectado correspondiente al año 2026. Al respecto, se asume que dicho flujo será a perpetuidad y sin crecimiento, siendo estimado por la siguiente fórmula:

$$\text{Valor terminal sin crecimiento} = \frac{FCL_t}{K_0}$$

Donde K_0 es la tasa WACC correspondiente a 4,95%. De esta manera, el valor terminal sin crecimiento de SMU es de 33.407,84 MUF.

$$\text{Valor terminal sin crecimiento} = \frac{1.655,15}{4,95\%}$$

$$\text{Valor terminal sin crecimiento} = 33.407,84$$

8 Precio de la Acción estimado

8.1 Valor presente de los flujos de caja libre

Se obtiene el valor presente de los flujos de caja libre con los flujos anteriormente estimados y la tasa WACC de 4,95% a través de la siguiente fórmula:

$$VP = \frac{FCL_{2021-2}}{(1+k_0)^{0,5}} + \frac{FCL_{2022}}{(1+k_0)^{1,5}} + \frac{FCL_{2023}}{(1+k_0)^{2,5}} + \frac{FCL_{2024}}{(1+k_0)^{3,5}} + \frac{FCL_{2025}}{(1+k_0)^{4,5}} + \frac{FCL_{2026}}{(1+k_0)^{5,5}}$$

$$VP = 32.748,38 \text{ MUF}$$

Cuadro 41. Valor presente total.

En miles de UF	2021-2	2022	2023	2024	2025	2026
FCL + Valor Terminal	235,47	970,27	1.982,84	1.859,97	1.757,54	35.062,99
Valor presente	229,85	902,38	1.757,06	1.570,38	1.413,85	26.874,86
Valor presente total	32.748,38					
t	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5

Fuente: Elaboración Propia.

8.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

El déficit o exceso de capital de trabajo se calculó a partir del CTON al 30 de junio de 2021, y el capital de trabajo proyectado a finales de 2021 correspondiente a 0. Por lo tanto, existiría un exceso de capital de trabajo de 109,89 miles de UF.

Cuadro 42. Exceso o liberación de CTON.

En miles de UF	30.06.2021	31.12.2021
Capital de trabajo	-109,89	0,00
Exceso o liberación de CTON		109,89

Fuente: Elaboración Propia.

8.3 Activos prescindibles

Como activos prescindibles y que podrían ser fácilmente transformados en efectivo están los activos financieros corrientes y no corrientes que consisten principalmente en subarriendos, garantías por arriendos y clasificaciones contables. También se agregará la cuenta de Efectivos y Equivalentes que también se podría liquidar fácilmente.

Cuadro 43. Activos prescindibles

En miles de UF	Al 30-06-21
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	3.170,2
Otros Activos Financieros Corrientes	0,5942
Otros Activos Financieros No Corrientes	8,9113
Total	3.179,7

Fuente: Elaboración Propia.

8.4 Valorización económica de la empresa

Cuadro 44. Valorización económica de la empresa

Al 30 de junio de 2021	
Valor presente FCL	32.748,38
Exceso (déficit) CTON	109,89
Activos prescindibles u otros activos	3.180
Valor total de activos	36.037,99
Deuda financiera	17.770
Patrimonio económico	18.268,08
Número de acciones	5.772.576.856
Precio acción proyectado	0,00316
Precio acción estimado en CLP	94,02
Precio acción real en CLP	84,51
Diferencia de precios (en %)	11,25%

Fuente: Elaboración Propia.

En el cuadro anterior y mediante los datos calculados en secciones anteriores, es posible ver el valor de SMU tanto a nivel de activos y patrimonio económico, en el que el precio de la acción de la compañía estimado en el presente informe a junio de 2021 es de \$94,02, una diferencia de un 11,25% con el valor observado en el mercado a la misma fecha de valoración, el cual correspondió a \$84,51.

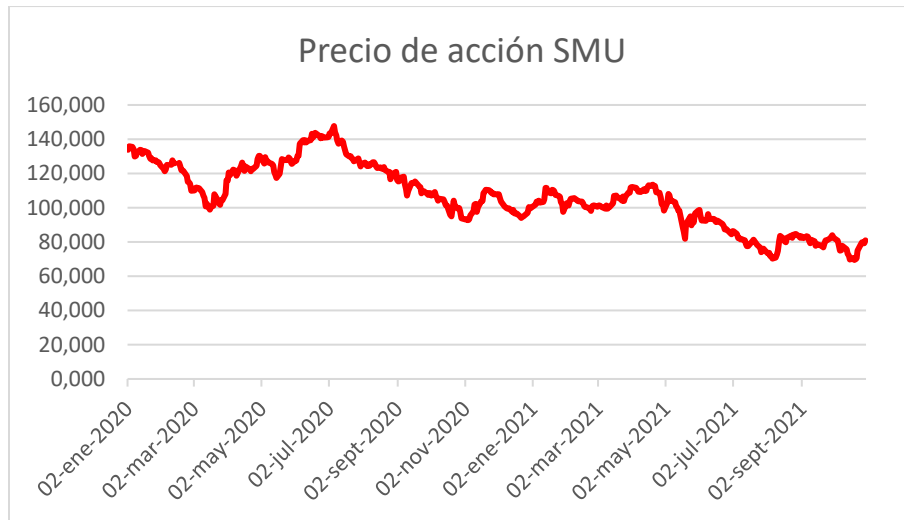
Al respecto, la acción ha estado castigada por el conflicto social en Chile en 2019, donde sus ingresos provienen principalmente de dicho país y en el cual sus locales fueron saqueados o dañados y las restricciones de horario afectaron los resultados de la compañía. Sin embargo, la tendencia a la baja desde julio de 2020 se explica por ventas de paquetes de acciones de su principal grupo controlador en el mismo mes, además del rezago de la compañía con respecto a su competencia en el comercio y plataformas on-line, lo que se dio durante el apogeo de la pandemia.¹⁴ ¹⁵ Por otro lado, desde abril de 2021 el grupo controlador de la compañía, CorpGroup, se está sometiendo a un proceso de reestructuración financiera producto de incumplir el covenant de un bono, situación que castigó aún más la acción del conglomerado en el mercado, lo que se puede apreciar en la Figura 7. Este último hecho, junto a la poca penetración en el e-commerce por parte de la compañía a la fecha de valoración podrían ser algunos de los causantes del castigo del precio de la acción y del cual aún no se ha podido recuperar mientras no mejore la situación del grupo controlador.

Por otro lado, se destaca que el precio de la acción el 30 de abril de 2021 era de \$98,28 cuando se informó al mercado que VivoCorp, propiedad de CorpGroup, por lo que desde esa fecha el precio de la acción disminuyó un 14%, habiendo un upside con el precio estimado de 37%. Y cuando CorpGroup entró al Capítulo 11 el 25 de junio de 2021, el precio fue de 84,97, no habiendo cambios significativos en comparación al precio del 30 de junio de 2021. Desde que la situación financiera de CorpGroup empezó a empeorar en Julio de 2020, la acción de la compañía que cotizaba en \$147,69 disminuyó un 43%, evidenciando que el mercado valoraría a descuento a la acción por la situación corporativa del controlador.

Figura 8. Precio acción SMU enero 2020-noviembre 2021.

¹⁴ Saieh vende paquete accionario de SMU y recauda más de US\$ 19 millones. Diario Financiero. <https://www.df.cl/noticias/mercados/mercados-en-accion/saieh-vende-paquete-accionario-de-smu-y-recauda-mas-de-us-19-millones/2020-06-03/180229.html>

¹⁵ Las acciones IPSA con mayor alza potencial. Diario La Tercera. <https://www.latercera.com/pulso-pm/noticia/las-acciones-ipsa-con-mayor-alza-potencial/QIZHPEMYBZCP5EFWLW2HEFFKPA/>



Fuente: Elaboración Propia.

8.5 Análisis de sensibilidad

Se realizó un análisis de sensibilidad del precio proyectado, modificando 2 valores que se consideraron como críticos para las estimaciones, correspondiente a la tasa de crecimiento de los ingresos y la tasa WACC a la cual se descuentan los flujos proyectados. Los resultados están en el Cuadro 45.

Cuadro 45. Análisis de sensibilidad del precio de la acción de SMU.

94,02	-1,00%	-0,50%	0%	0,50%	1,00%
3,95%	116,05	126,78	137,52	148,25	158,98
4,45%	94,29	103,81	113,33	122,85	132,37
4,95%	76,91	85,47	94,02	102,57	111,13
5,45%	62,72	70,49	78,25	86,02	93,78
5,95%	50,92	58,03	65,13	72,24	79,35

Fuente: Elaboración Propia.

En el eje horizontal se encuentra la variación en la tasa crecimiento de los ingresos. El 0% indica que los ingresos no tienen ninguna variación con respecto a lo que se proyectó inicialmente en la sección 6.1. Se aplicaron cambios en +/-1% con respecto a los ingresos que se estimaron. Es decir, el 1% en el eje horizontal, señala que los ingresos en cada año proyectado son un 1% mayor a lo que se estimó en este trabajo. Esto se podría deber a que la

capacidad de venta de cada tienda superó a lo realizado en años anteriores, o el crecimiento omnicanal de SMU resultaría en un éxito, lo que haría incrementar las ventas. Caso contrario sería para la situación en que las ventas serían un 1% menor que lo que se proyectó inicialmente en cada año.

En el eje vertical está la sensibilidad con respecto a la tasa WACC. Al igual que en la tasa de crecimiento de los ingresos, se aplicó una variación de +/- 1% en cada caso. Un aumento en un 1% en la WACC, haría que la tasa de descuento fuese de 5,95%, lo que sería producto de una mayor percepción de riesgo por parte de los accionistas, debido a la situación de quiebra del principal controlador de la firma. Caso contrario en que la tasa WACC fuese de 3,95%.

El escenario base del análisis de sensibilidad, es cuando la WACC es de 4,95% y los ingresos son proyectados en base a los supuestos de la sección 6.1, otorgándole a la acción al 30 de junio de 2021, un precio de \$94,02. El peor escenario de la compañía resulta en un precio de la acción de \$50,92, con una WACC de 5,95% y con un crecimiento 1% menor anual a lo que se estimó en este trabajo. El precio de \$50,92 representa una diferencia de 39,75% con respecto al precio del 30 de junio de 2021, lo que evidenciaría el precio mínimo histórico de la compañía hasta la fecha de valoración.

Por otro lado, el mejor escenario posible es con una WACC de 4,95% y una tasa de crecimiento de un 1% mayor anual que lo que se proyectó en la sección 6.1, obteniendo un precio de \$158,98 por acción, lo que representa los niveles del precio de la acción pre-crisis social en Chile, lo que se asocia a que en aquel momento la acción mantenía una menor tasa de descuento tanto por un menor riesgo político, como por un menor riesgo de default del grupo controlador. Este escenario tiene una diferencia de 88,12%.

9 Conclusión

SMU es un holding de retail supermercadista que al principio de su historia ha tenido un crecimiento no orgánico al adquirir establecimientos y otras cadenas de supermercados que se encontraban fuera de los principales operadores del mercado. Dicha situación provocó que la compañía ejecutara planes

estratégicos con el objetivo de obtener un fortalecimiento financiero y comercial que se vio deteriorado por las acciones descritas anteriormente, además de implementar medidas de eficiencia operacional para el logro de mejores márgenes operacionales y de utilidad, sin embargo, dicha situación contrasta con la pérdida de participación de mercado por parte de la compañía.

La empresa continúa ejecutando planes estratégicos con tal de obtener mejoras operacionales y mayor cobertura geográfica para obtener mejores resultados y márgenes. El futuro de SMU pareciera auspicioso con los planes ambiciosos de la compañía y constantes mejoras de márgenes en los últimos períodos de resultados, además de un intento por mejorar el segmento de e-commerce, que pareciera ser el factor más débil de la compañía. Sin embargo, dicha información no logra reflejarse en total manera en el precio de mercado de la acción de SMU, el cual se ha visto perjudicado por el cierre de establecimientos producto del estallido social en Chile en octubre de 2019, y la delicada situación financiera del grupo controlador de la compañía, CorpGroup, perteneciente al empresario Álvaro Saieh.

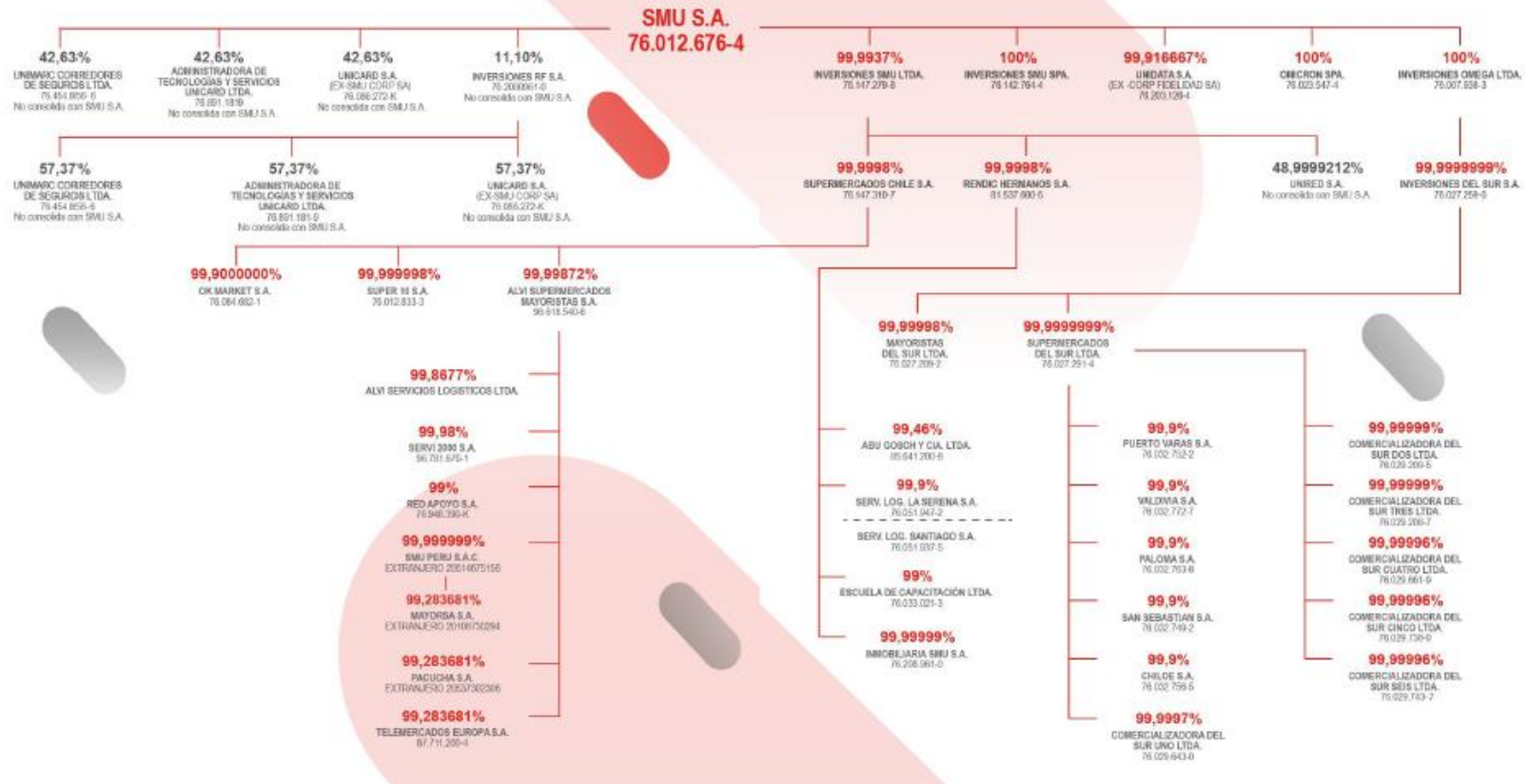
Visto superados los conflictos financieros del grupo, es de esperar que el precio de mercado de SMU se acerque a sus valores fundamentales, ya que en este informe se describieron los planes de crecimiento de la compañía y sus mejoras operacionales que esperan seguir mejorando los resultados, además de la apertura de nuevas tiendas que proyectan mejorar la cobertura geográfica y participación de mercado. Los desafíos se mantienen precisamente en recuperar su participación de mercado y seguir compitiendo con los participantes más grandes de la industria como Cencosud y Walmart, en una industria que pareciera de a poco adaptarse a los cambios de consumo de los clientes y la penetración del e-commerce.

Referencias

- Bancel, F., & Mittoo, U. (2014). The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 106-117.
- Banco Central de Chile. (2021). *Informe de Política Monetaria*. Santiago: Banco Central de Chile.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Diario Financiero. (24 de Enero de 2017). SMU recaudó casi US\$ 200 millones en su esperada apertura a bolsa. *Diario Financiero*.
- Feller Rate. (2021). *Informe de Clasificación SMU S.A . Feller Rate*.
- Feller-Rate. (2020). *Industria de supermercados: Resiliente a ciclos económicos y crisis sanitarias*. Santiago: Feller-Rate.
- Fernandez, P. (2000). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión.
- Humphreys. (2011). *Clasificación de Riesgo SMU S.A*. Santiago.
- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2019). *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition*. Cengage learning.
- Pinto, J., Robinson, T., & Stowe, J. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 219-233.
- Rubinstein, M. (1973). A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory. *The Journal of Finance*, 167-181.
- SMU. (2017). *Memoria Corporativa*. Santiago.
- SMU. (2018). *Análisis Razonado SMU S.A*. Santiago: SMU.
- SMU. (2019). *Memoria Corporativa*. Santiago: SMU.
- SMU. (2020). *Memoria Intergrada*. Santiago.
- SMU. (2021). *Análisis razonado 2020*. Santiago: SMU.
- SMU. (2021). *Corporate Presentation SMU S.A*. Santiago: SMU .
- SMU. (2021). *Food Retailers and Changing Customer Shopping Habits*. Santiago: SMU.
- SMU. (2021). *Presentación Corporativa SMU*. Santiago.

Anexo 1. Malla societaria 2020 SMU S.A

MALLA SOCIETARIA 2020



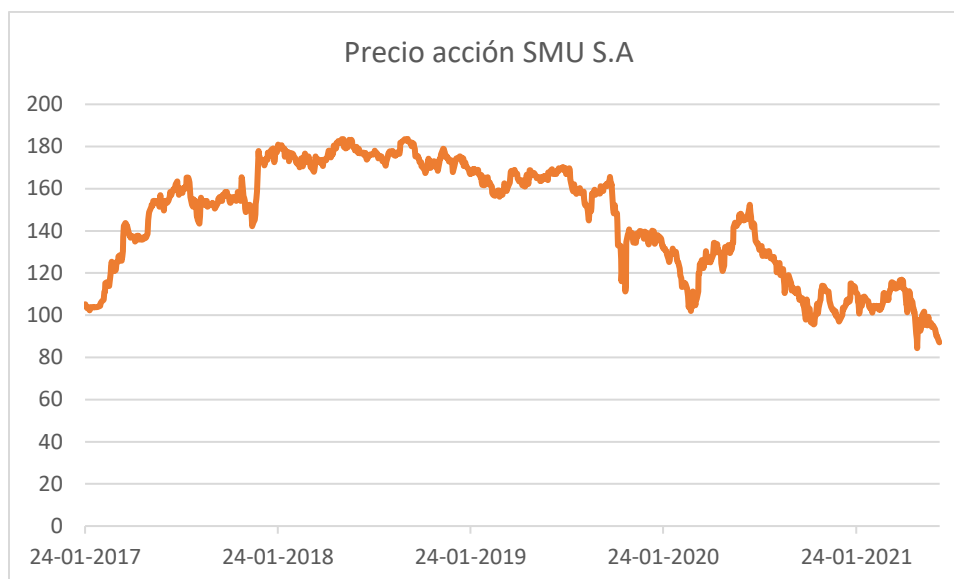
Anexo 2. Estructura Corporativa SMU.



Anexo 3. Bonos emitidos actualmente por SMU S.A.

Fecha de Emisión	Moneda	Monto (CLP)	Cupón	Fecha de vencimiento
30-11-2020	UF	\$ 92.911.017.741	3,25%	30-11-2024
15-03-2018	UF	\$ 108.396.187.364	3%	15-03-2025
30-04-2020	UF	\$ 92.911.017.741	3%	30-04-2025
17-01-2011	UF	\$ 30.970.339.247	4,70%	10-11-2028
25-05-2011	UF	\$ 77.425.848.117	4,40%	10-11-2028
06-06-2011	UF	\$ 92.911.017.741	3,80%	01-06-2032
01-06-2019	UF	\$ 30.970.339.247	2,50%	01-06-2040

Anexo 4. Evolución precio de la acción de SMU S.A.



Anexo 5. Composición porcentual del total de costos y gastos operacionales.

Costos y gastos %	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Costo de Ventas	77,07%	76,58%	76,61%	76,95%	76,37%	77,02%
Gastos de Distribución	1,09%	1,17%	1,32%	1,49%	1,46%	1,37%
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	21,84%	22,25%	22,07%	21,56%	22,16%	21,61%
Total costos y gastos operacionales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Anexo 6. Costos y gastos operacionales como porcentaje de las ventas anuales.

% de ventas	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Costo de Ventas	72,52%	71,76%	71,52%	70,32%	70,26%	70,00%
Gastos de Distribución	1,02%	1,09%	1,24%	1,36%	1,35%	1,25%
Gastos de Administración (Sin Depreciación)	20,55%	20,85%	20,60%	19,70%	20,39%	19,64%
Total costos y gastos operacionales	94,10%	93,71%	93,36%	91,38%	91,99%	90,89%

Anexo 7. PPE, CAPEX, Depreciación y Amortización 2016-2021

En miles de UF	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Propiedades, Plantas y Equipos Neto	17.971,16	16.769,71	15.298,50	15.940,36	25.548,83	23.845,27	
Depreciación y Amortización	-2.305,30	-1.939,99	-1.792,18	-1.811,97	-3.045,83	-2.956,66	
Depreciación/PPE		-11%	-11%	-12%	-19%	-12%	-12%
CAPEX	-635,53	-800,33	-1.041,65	-1.660,52	-1.450,17	-1.105,57	
CAPEX/Ingresos		-0,95%	-1,24%	-1,99%	-1,79%	-1,39%	-1,47%

Anexo 8. Promedio superficie de venta por año SMU

Superficie de venta	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1S-2021
UNIMARC	401,64	407,02	402,42	387,71	350,86	346,35	346,48
MAYORISTAS	169,08	169,21	169,21	155,90	126,95	122,68	122,68
OK MARKET	15,24	15,24	14,53	14,78	14,09	14,27	14,55
SUPERMERCADOS CHILE	585,96	591,47	586,16	558,38	491,90	483,30	483,71
SUPERMERCADOS PERÚ	18,68	20,40	20,40	20,40	18,59	19,93	17,95
TOTAL SUPERMERCADOS	604,64	611,87	606,56	578,78	510,49	503,23	501,66

Anexo 9. Proyección superficie de venta SMU.

Superficie de venta	2S-2021	2022	2023	2024	2025	2026
UNIMARC	351,68	358,18	364,68	364,68	364,68	364,68
MAYORISTAS	124,88	127,08	129,28	129,28	129,28	129,28
OK MARKET	15,00	-	-	-	-	-
SUPERMERCADOS CHILE	491,56	485,26	493,96	493,96	493,96	493,96
SUPERMERCADOS PERÚ	21,95	21,95	21,95	21,95	21,95	21,95
TOTAL SUPERMERCADOS	513,51	507,21	515,91	515,91	515,91	515,91

Anexo 10. Crecimiento ingresos y consumo privado en Chile semestral.

Año	Crecimiento ingresos	Crecimiento Consumo Privado	Proporción crecimiento / consumo privado
2s-2018	0,64%	3,16%	0,20
1s-2019	0,19%	2,40%	0,08
2s-2019	-0,55%	-3,61%	0,15
1s-2020	-0,28%	-16,59%	0,02
2s-2020	1,46%	4,78%	0,31
1s-2021	4,55%	31,54%	0,14

Anexo 11. Crecimiento ingresos y consumo privado en Chile semestral.

Año	Proyección BC
2021	15%
2022	1,30%
2023	1,00%