



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO

VALORACIÓN DE EMPRESA SMU S.A.
MÉTODO DE MÚLTIPLOS O EMPRESAS COMPARABLES

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

ALUMNOS: DIEGO QUIJADA QUINTEROS

PROFESOR GUÍA: FRANCISCO SANCHEZ MORALES

Santiago, Chile

2023

Economía & Negocios

INDICE

RESUMEN EJECUTIVO	3
1. VALORIZACIÓN POR MÚLTIPLOS	4
1.1 Análisis de las empresas comparables.....	4
1.2 Múltiplos de la industria	7
1.3 Valor de la empresa en base a múltiplos de la industria	9
1.4 Análisis de los resultados.....	12

Economía & Negocios

RESUMEN EJECUTIVO

El presente informe buscó, mediante el método de múltiplos o empresas comparables, complementar los resultados obtenidos por el modelo de flujos de caja descontado (FCD), desarrollado en el informe anterior (complementario), para así presentar el valor justo, desde el punto de vista de los fundamentales, de la acción de SMU S.A. para el 30 de junio del 2022, cuyo valor de mercado fue de \$87 por acción.

Este método presenta una metodología complementaria a la anterior, la cual compara los precios en los que se transan las empresas similares a la analizada y busca predecir el valor de la acción al mostrar los rangos en los que se transan y si la acción en análisis se mueve con castigo o premio en relación con la muestra. El precio promedio de la acción en base al método de empresas comparables fue de \$150.

En las próximas secciones se hará un breve análisis de las empresas comparables a SMU y sus métricas, para justificar su selección como tal, se detallará la metodología de cálculo de los múltiplos de la industria y cómo estos resultados se aplicaron a los factores de SMU, para estimar el precio de su acción. Finalmente se mostrará un análisis de los resultados y sus semejanzas con los resultados del método anterior.

Economía & Negocios

1. VALORIZACIÓN POR MÚLTIPLOS

1.1 Análisis de las empresas comparables

Tal como se menciona en el informe complementario, la industria supermercadista en Chile está compuesta principalmente por cuatro compañías: Walmart, la cadena de supermercados más grande de Chile en términos de ventas, Cencosud que se posiciona como el segundo operador más grande con aproximadamente 250 hipermercados y supermercados bajo las marcas Jumbo y Santa Isabel, SMU del cual ya se ha hablado, y Tottus con 70 tiendas abiertas (Falabella).

Walmart, a pesar de ser la más grande de Chile en el rubro de supermercados, no será utilizada como empresa comparable, ya que no cuenta con información oficial al ser una empresa que no presenta estados financieros en la CMF (Chile). Por otro lado, Falabella tampoco será tomado en consideración al tener una participación marginal en el negocio de supermercados (9,3% de los ingresos de actividades ordinarias no bancarias y un 4,5% en el caso de las ganancias/pérdidas del periodo junio 2022).

En desmedro de estas empresas será utilizada la información de Almacenes Éxito S.A., empresa de retail multinacional con sede en Colombia, dedicada principalmente al comercio minorista y mayorista (por medio de canales supermercadistas e ecommerce), que según el estudio de algunos analistas chilenos posee métricas muy similares a las de SMU (EV/EBITDA fwd y P/U fwd), esto porque los múltiplos se construyen en base a información financiera que ha sido similar los últimos periodos (medidas en CLP), como bien se verá en el cálculo de los múltiplos de la industria.

A modo de justificar la pertinencia de la selección de las empresas comparables, a continuación, se presentan algunas métricas importantes, como lo son la clasificación de riesgo de distintas entidades, el porcentaje de crecimiento de las ventas, el % de las ventas del segmento de supermercados en relación a las ventas totales, la relación deuda/patrimonio y margen EBITDA del primer semestre del año 2022 (último año del periodo histórico de valoración) en relación al primer semestre del año 2021.

Economía & Negocios

Una de las variables importantes para poder establecer semejanzas entre empresas, es la valuación que hacen las distintas clasificadoras de riesgo, en relación con la solvencia, el perfil del negocio y la posición financiera, entre otros aspectos. Es por ello en la tabla 1, se resume las distintas clasificaciones de riesgo de Cencosud y SMU, transcurrido el primer semestre del año 2022. Almacenes Éxito no posee deuda a través de bonos dentro de su balance, por lo que no se pudieron obtener informes de clasificación de riesgo.

Tabla 1. Clasificación de riesgo a junio del 2022

	ICR	Fitch* (Clasificación internacional)	Feller	Humphreys
Cencosud	-	BBB	AA	AA-
SMU	A	-	A	-

Fuente: Elaboración propia a partir de informes de clasificadoras de riesgo, mayo 2022

Como bien se observa en la tabla, la única clasificadora que emitió un informe para las dos compañías fue Feller Rate, la cual le otorgó una nota de AA (perspectivas estables, perfil del negocio estable y posición financiera sólida) a Cencosud, mientras que a SMU se le otorgó A (perspectivas positivas, perfil del negocio satisfactorio y posición satisfactoria).

La clasificación no es exactamente igual porque Cencosud tiene distribuidas sus ventas en otros segmentos de negocio y países, a diferencia de SMU cuyos ingresos son en su totalidad provenientes de supermercados (minorista y mayorista) y de Chile (cerca del 98%).

En la tabla 2, se agrupan las métricas de el porcentaje de crecimiento de las ventas, el % de las ventas del segmento de supermercados en relación con las ventas totales, la relación deuda/patrimonio y margen EBITDA. Para incorporar argumentos que justifiquen la elección de Cencosud y Almacenes Éxito como empresas comparables.

Economía & Negocios

Tabla 2. métricas primer semestre 2022 en relación con el primer semestre 2021

	ventas totales (En miles de UF)	% segmento supermercados	% crecimiento ventas	Margen EBITDA	B/P
Cencosud	193.136	74%	22,24%	10,51%	1,54
Éxito	59.601	100%	40,00%	7,8%	1,07
SMU	40.405	100%	17,00%	9,2%	1,92

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde CMF y estados financieros de Almacenes Éxito S.A.

Como bien se dijo en un comienzo, Cencosud, además de supermercados, posee otras líneas de negocio, como lo son tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, bancos, entre otras. A pesar de esto, al separar el segmento de solo supermercados, se ve que el 74% de las ventas totales corresponde a este negocio. Por otro lado, la relación deuda/patrimonio son similares en las tres compañías. El margen EBITDA para el mismo segmento de negocio fluctúa entre el 7% y 11%, lo cual es un buen indicador de comparabilidad. En lo que difieren estas empresas es en la magnitud de sus ventas (CENCOSUD en relación con las otras dos) y el porcentaje de crecimiento en las ventas por un tema de timing, ya que los efectos de la pandemia en la economía fueron en periodos distintos para Chile y Colombia.

Aun así, estas dos compañías siguen siendo las que muestran más similitudes con SMU, dado que forman parte del mismo sector (retail) y todas se vieron fuertemente afectadas por la pérdida de presencialidad durante la pandemia (en distinto timing).

Economía & Negocios

1.2 Múltiplos de la industria

En la presente sección se desarrollará el segundo modelo de valoración (complementario), el cual busca determinar el valor de una compañía en función al valor de otra u otras comparables.

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 mediante múltiplos.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ingresos. Los que se calcularán para este informe serán:

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA
- Price to Book Equity (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos
- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Como bien se explicó en la sección anterior, Cencosud y Almacenes Éxito son dos empresas que poseen riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja respecto a SMU, por lo que se calcularán los múltiplos para estas dos empresas para los periodos junio 2021 y junio 2022 y se promediarán hasta obtener el promedio de la industria, que será utilizado posteriormente para obtener el valor de mercado de SMU.

Economía & Negocios

En la tabla 3 aparecen los ratios calculados y promediados por periodo y empresa:

Tabla 3. Múltiplos para las empresas de la industria

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	CENCOSUD S.A.			ALMACES ÉXITO S.A.			Industria
		jun-21	jun-22	Promedio	jun-21	jun-22	Promedio	
De ganancia	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)*	11,3	7,2	9,3	4,8	2,7	3,8	6,5
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	4,9	4,1	4,5	2,9	2,1	2,5	3,5
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	6,7	5,2	5,9	5,0	3,2	4,1	5,0
De valor libro	Price to book Equity (PBV)	0,9	0,7	0,8	0,3	0,2	0,2	0,5
	Value to book Ratio (VBR)	0,9	0,8	0,9	1,1	0,9	1,0	0,9
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
	Enterprise value to sales ratio (VS)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde plataforma Eikon y EEFF publicados en la CMF

Para explicar de mejor manera como se obtuvieron los números que aparecen contenidos en la tabla, se ejemplificará con el múltiplo Price-Earning Ratio (PE) de Cencosud para junio 2022. El cálculo se muestra a continuación:

$$PE = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Resultado por acción}}$$

$$\text{Precio por acción} = n^{\circ} \text{ de acciones} * \text{precio de la acción}$$

$$\text{Resultado por acción} = \frac{\text{Utilidad}}{n^{\circ} \text{ de acciones}}$$

Luego con los datos obtenidos de los estados financieros de Cencosud, se obtiene:

$$\text{Precio por acción} = 2.863 * \$1.168$$

Economía & Negocios

$$\text{Resultado (utilidad)} = \$461.409$$

Se reemplazan los datos en la ecuación inicial:

$$PE = \frac{\$2.863 * \$1.168}{\$461.409} = 7,2$$

Para obtener este múltiplo a nivel industria, se promedian los 7,2 con el múltiplo a junio 2021 (11,3) y posteriormente se promedia con el resultante del promedio de los dos periodos para Almacenes Éxito. Este valor será utilizado para calcular el valor del patrimonio y activos de SMU.

1.3 Valor de la empresa en base a múltiplos de la industria

Para determinar el valor del patrimonio y activos de SMU en base a los múltiplos de la industria calculados en la sección anterior, para luego determinar el precio de la acción, se utilizará la información contenida en la tabla 4:

Economía & Negocios

Tabla 4. Indicadores de SMU S.A. en miles de UF

Indicadores Financieros	jun-22
Resultado por Acción en UF	0,00064
EBITDA	7.430,1
EBIT	4.907,8
Valor Libro Patrimonio	23.186,6
Valor Libro - Empresa (Patrimonio + Deuda)	73.895,2
Ingresos	80.580,6
Ingresos por acción en UF	13,96
Deuda Financiera	31.432,6
Total Acciones (En miles)	5.772.577

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde plataforma Eikon y EEFF publicados en la CMF

Esta información obtenida de los estados financieros de SMU para junio 2022, permitirá obtener el valor de la empresa y por consiguiente el precio de la acción por cada uno de los múltiplos de la industria siguiendo el procedimiento inverso al detallado en la sección anterior.

Para ejemplificar, se utilizará la fórmula ocupada con anterioridad de PE, como bien se muestra a continuación:

$$PE = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Resultado por acción}}$$

El PE de la industria calculado es 6,5 y el resultado por acción de SMU según la tabla 69 es de UF 0,00064, por lo que el precio por acción es:

$$PE * \text{Resultado por acción} = \$139$$

Economía & Negocios

Luego, la tabla 5 resume los resultados aplicando este mismo procedimiento para cada uno de los múltiplos de la industria:

Tabla 5. Valorización por múltiplos de SMU S.A.

	Múltiplo industria	EV	Equity	Precio
Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)*	6,5			139
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	3,5	25.917.810	12.468.542	71
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	5,0	24.609.697	11.160.429	64
Price to book Equity (PBV)	0,5		22.734.285	130
Value to book Ratio (VBR)	0,9	62.036.281	48.587.013	278
Price to Sales Ratio (PS)	0,4		31.869.948	183
Enterprise value to sales ratio (VS)	0,6	46.121.335	32.672.067	187
Promedio				150

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde plataforma Eikon y EEFF publicados en la CMF

En la tabla se puede observar que, si calcula un promedio simple del precio de la acción obtenido por cada uno de los múltiplos utilizados, se obtiene un valor de \$150, cercano al precio obtenido en el método FCD de \$138 (informe complementario).

Economía & Negocios

1.4 Análisis de los resultados

Para comenzar esta sección es importante reforzar que la valoración de empresas realizada mediante el método de múltiplos presenta una dispersión importante entre sus resultados (precio de la acción por cada múltiplo). Es por este motivo, que las valoraciones realizadas en base a empresas comparables, son casi siempre cuestionables.

Sin embargo, los múltiplos sí son útiles en una segunda fase de la valoración: una vez realizada la valoración por otro método, una comparación con los múltiplos de empresas comparables permite calibrar la valoración realizada e identificar diferencias entre la empresa valorada y las otras de la industria (Fernández, 2012).

Dicho lo anterior, La tabla 5 muestra que, en base a los múltiplos de la industria, los que tendrían mayor similitud al valor de la acción calculado en el modelo de flujos de caja descontado (\$138), son el Price-Earning Ratio (PER) y Price to book Equity con cifras de \$139 y \$130 la acción respectivamente. Por otro lado, el PER, método más utilizado por analistas y el más idóneo para sectores relacionados al consumo (Fernández, 2012), entrega un precio de la acción para SMU prácticamente igual al de FCD.

Que estos valores se encuentren dentro de un rango razonable, indica que los supuestos utilizados para la valoración por el método de FCD conversaría con las métricas que está mostrando la industria, lo cual le da robustez a las recomendaciones finales del presente informe.