



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO

VALORACIÓN DE EMPRESA SMU S.A.
MÉTODO FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

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

ALUMNO: EDUARDO RAMOS PALMA
PROFESOR GUÍA: FRANCISCO SANCHEZ MORALES

Santiago, Chile

2023

Economía & Negocios

INDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	4
1. METODOLOGÍA	5
1.1 Principales métodos de valoración.....	5
1.1.1 Método de flujos de caja descontados	5
1.1.2 Método de múltiplos.....	8
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y DE LA INDUSTRIA.....	11
2.1 Descripción de la empresa	11
2.1.1 Antecedentes del negocio e historia	13
2.1.2 Plan Estratégico 2020-2022	15
2.1.3 Segmentos de negocios	17
2.1.4 Segmentos y países en que opera la compañía, importancia de cada segmento y país sobre los ingresos y el EBITDA al año 2021	23
2.1.5 Principales accionistas de la compañía	24
2.1.6 Riesgos del negocio.....	25
2.2 Descripción de la industria.....	31
2.2.1 Historia y estado actual	32
2.2.2 Regulación y fiscalización.....	34
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	40
3.1 Deuda financiera.....	40
3.2 Patrimonio económico	45
3.3 Valor económico	48
3.4 Estructura de capital: histórica y objetivo	49
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	52
4.1 Costo de la deuda.....	52
4.2 Beta de la deuda.....	52
4.3 Estimación del beta patrimonial.....	54
4.4 Beta patrimonial sin deuda	56
4.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	57

Economía & Negocios

4.6 Costo patrimonial	58
4.7 Costo de capital	59
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	60
5.1 Análisis de crecimiento de la empresa	60
5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	65
5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa	69
5.4. Análisis de márgenes de la empresa	70
5.5. Análisis de los activos de la empresa	72
5.5.1. Activos operacionales y no operacionales	72
5.5.2. Capital de trabajo operativo neto	75
5.5.3. Inversiones	76
5.6. Análisis de crecimiento de la industria	78
6. PROYECCIÓN DE LOS ESTADOS DE RESULTADOS	81
6.1 Ingresos operacionales proyectados	81
6.2 Costos y gastos operacionales proyectados	87
6.3 Resultado no operacional proyectado	95
6.4 Impuesto corporativo proyectado	97
6.5 Estado de resultados proyectado	98
7. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	100
7.1 Inversión en reposición	100
7.2 Nuevas inversiones de capital	100
7.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	101
7.4 Flujos de caja libre proyectados y valor terminal	102
8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	104
8.1 Valor presente de los flujos de caja libre	104
8.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	105
8.3 Activos prescindibles y otros	105
8.4 Valorización económica de la empresa	106
8.5 Análisis de sensibilidad	108
CONCLUSIONES	110

Economía & Negocios

BIBLIOGRAFÍA	111
ANEXOS	114

Economía & Negocios

RESUMEN EJECUTIVO

El presente informe buscó, mediante el método de flujos de caja descontado (FCD), 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.

El método FCD, es el más popular para estos fines según las fuentes secundarias presentadas, por lo que en primera instancia se proyectaron los flujos de los estados financieros, mediante un estudio de la estructura de costos, gastos e inversiones de la compañía, para luego anclar estas últimas al contexto macroeconómico, de manera de predecir el comportamiento de los ingresos y flujos libres de caja.

En paralelo se definió una estructura de capital objetivo de la empresa en función a la información histórica, para poder estimar su costo de capital promedio ponderado (WACC por sus siglas en inglés) y así traer las proyecciones a la fecha de valoración. El resultado fue un precio de \$138 la acción.

En las próximas secciones se hará una breve reseña de la historia de SMU S.A. y la industria en la que participa, un análisis histórico de las componentes del estado de resultados y sus proyecciones para los próximos años, se calculará la tasa de descuento WACC, que permitirá llevar a Valor Presente (del 30 de junio del 2022) los flujos de caja libre, con que se estimó el precio de la acción de SMU, una sensibilización de las variables tasa de descuento e ingresos, y finalmente, se entregarán las conclusiones pertinentes.

Economía & Negocios

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) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1 Método de flujos de caja descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones

Economía & Negocios

comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

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

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

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el

Economía & Negocios

descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; 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

Economía & Negocios

una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira 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. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

Economía & Negocios

1.1.2.1 Múltiplos de ganancias

- 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

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “*EBIT*” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.2.2 Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.2.3 Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS) = Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas dividida por el total

Economía & Negocios

de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

Economía & Negocios

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y DE LA INDUSTRIA

En la tabla 1 se resumen los antecedentes principales de la compañía SMU S.A. a diciembre 2021, compañía a valorar en el presente informe.

Tabla 1. Antecedentes de SMU S.A.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	SMU
Clase de acción	Acciones comunes
Derechos de cada	Derecho a voto
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de comercio de Santiago y la Bolsa electrónica de Chile
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	SMU S.A. y sus filiales, es uno de los principales actores del retail supermercadista en Chile, con una participación de mercado de un 17,2% al 31 de diciembre de 2021
Rubros y países donde opera	La Compañía opera su negocio de retail supermercadista a través de cuatro formatos supermercados (Unimarc), mayoristas (Mayorista 10, Super 10 y Alvi) y ventas por internet (Telemercados). Adicionalmente, cuenta con operaciones en Perú, a través de dos marcas de tiendas mayoristas, Mayorsa y MaxiAhorro

Fuente: elaboración propia a partir de la bolsa de Santiago (resumen del instrumento).

2.1 Descripción de la empresa

SMU S.A. y sus filiales, es uno de los principales actores del retail supermercadista en Chile, con una participación de mercado de un 17,2% al 31 de diciembre de 2021, según las estimaciones de la Compañía. Busca satisfacer las necesidades de sus clientes finales y comerciantes a través de sus múltiples formatos con foco en alimentos: Unimarc, Alvi, Mayorista 10 y Super10 (definido como el segmento “Supermercados Chile”). Adicionalmente, al 31 de diciembre de 2021, operaba las tiendas de conveniencia OK Market, negocio que se clasificaba como disponible para la venta.

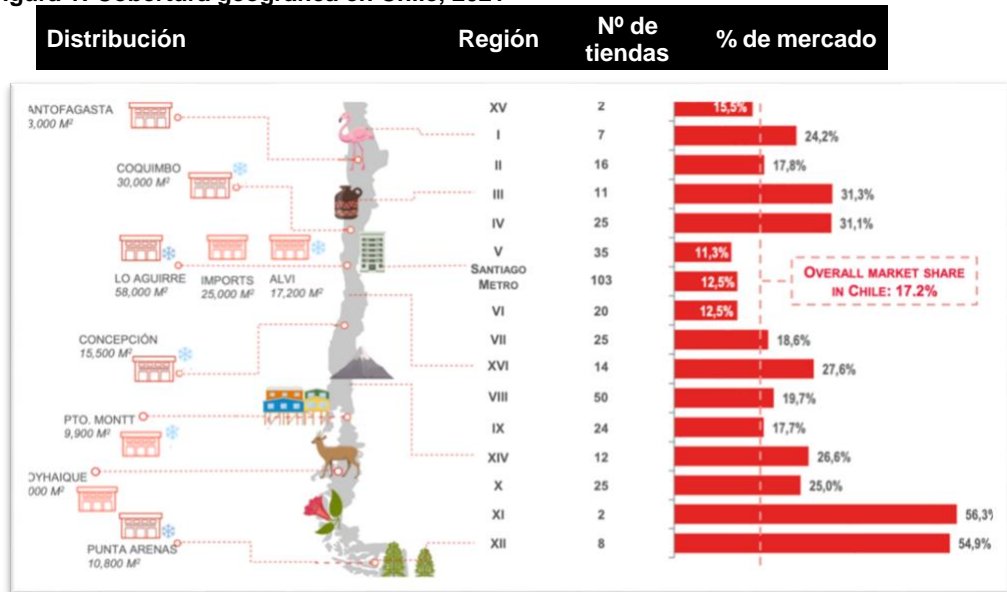
Economía & Negocios

La Compañía cuenta además con una creciente presencia en Perú, a través de dos marcas de tiendas mayoristas, Mayorsa y MaxiAhorro (definido como el segmento “Supermercados Perú”).

SMU cuenta con una escala importante y una amplia cobertura geográfica, con ubicaciones estratégicas a lo largo de Chile. Asimismo, a través de los múltiples formatos, la Compañía atiende a los diferentes grupos socioeconómicos, satisfaciendo las distintas necesidades y hábitos de compra de sus clientes.¹

Las figuras 1 y 2 grafican lo expuesto anteriormente, demostrando la magnitud y alcance de SMU a nivel regional (regiones y países).

Figura 1: Cobertura geográfica en Chile, 2021



Fuente: Presentación Corporativa, octubre 2022.

¹ SMU S.A. (2022). Memoria integrada 2021 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1649098371MemorialIntegradaSMU2021.pdf

Economía & Negocios

Figura 2: Cobertura geográfica en Perú, 2021



Fuente: Memoria Integrada SMU 2021.

2.1.1 Antecedentes del negocio e historia

Los inicios de SMU se remontan hacia fines de 2007 cuando la familia Saieh, grupo económico con presencia en la industria financiera, hotelera, medios de comunicación y controladores de CorpGroup, luego de un estudio sobre las características de la industria, sellaron la compra de la cadena de supermercados Unimarc. En ese entonces, la cadena alcanzaba una participación de mercado cercana al 3% con una red de 41 salas a nivel nacional y un centro de distribución. Las primeras acciones de la nueva compañía se enfocaron en potenciar Unimarc, regularizando la situación de los trabajadores y renovando la gestión con proveedores, lo que permitió que grandes marcas volvieran a ser parte de la oferta de productos de la cadena.

En paralelo, la compañía también estuvo enfocada en crecer para competir de igual a igual con el resto de los actores del mercado. Así, en noviembre de 2007 SMU comenzó un crecimiento inorgánico al fusionarse con la cadena de supermercados Deca, el mayor actor en la Tercera y Cuarta Región alcanzando un total de 63 tiendas y una participación de mercado del 7% en la industria supermercadista.

Economía & Negocios

Entre 2007 y 2008, se sumó la llegada de la cadena Montserrat, Mayorista10, Bryc y la adquisición de Korlaet, en el norte. De esta manera SMU amplió su cobertura a diez regiones, desde la Región de Antofagasta hasta Región de Los Lagos. A fines de 2008 la compañía adquirió 21 cadenas regionales terminando con 201 tiendas bajo una estrategia de “buy and build”. Al año siguiente, en 2009, se sumaron nuevas cadenas a la compañía como Full Fresh, Bigger y Abu Gosch, alcanzando un total de 239 locales. En tanto, en 2010 ingresan más de 20 nuevas cadenas y nuevos formatos de negocio, alcanzando un portafolio de 316 tiendas.

En 2011 vendría el gran salto de la compañía, tras fusionarse con Supermercados del Sur, operación a través de la cual adquiere 110 nuevos locales. Ese mismo año, suma a las cadenas ALVI (mayorista) y Mayorsa, en Perú, iniciando así un proceso de internacionalización. Por otro lado, adquiere la cadena Construmart, ingresando al mundo de la construcción y mejoramiento del hogar. De esta manera, a fines de 2011 la compañía ya contaba con un total de 591 tiendas.

En un margen de cuatro años, SMU adquirió más de 60 cadenas regionales, un crecimiento inorgánico que, por un lado, le permitió convertirse en el tercer actor de la industria supermercadista -compitiendo en diferentes segmentos como supermercado tradicional, supermercado económico, mayorista, e-grocery y conveniencia- y, al mismo tiempo, lograr presencia en las 15 regiones del país, alcanzando una gran capacidad competitiva a partir de la masa crítica y significativas economías de escala.

No obstante, la suma de todas estas adquisiciones le generó ciertas dificultades en sus procesos de integración, sumado a un alto apalancamiento financiero y un deterioro en sus resultados, lo que llevó a la compañía a implementar un Plan Trienal para el período 2014-2016 con foco en tres pilares estratégicos: Fortalecimiento Comercial, Eficiencia Operacional y Fortalecimiento Financiero y Organizacional.

A través de la ejecución de su Plan Trienal 2014-2016, la compañía registró una notable recuperación y una mejora sostenida a nivel de operaciones y resultados.

Economía & Negocios

Asimismo, el cumplimiento de cada iniciativa de este plan le permitió a la compañía concretar una exitosa apertura en bolsa en enero de 2017, recaudando un total de USD\$200 millones mediante la colocación de 1.150 millones de acciones en el mercado a través de un proceso de Oferta Pública de Acciones.

Así, tras el exitoso Plan Trianual 2014-2016, SMU puso en marcha su nuevo plan a tres años “CIMA” 2017-2019 con foco en el crecimiento con rentabilidad, un proyecto que se desarrolló y que priorizó la mejora en la experiencia de compra de los clientes, una mayor eficiencia operacional, la optimización de la estructura de capital de la compañía, el desarrollo tecnológico y el avance hacia una organización sostenible, alineada y comprometida.

Durante el primer semestre de 2018, la compañía concretó la venta de Construmart, operación que le permitió obtener fondos para continuar desarrollando su plan de negocios, fortalecer su posición financiera y concentrarse exclusivamente en su negocio de supermercados.

Hoy, SMU cuenta con más de 500 tiendas y 30.000 colaboradores en las 16 regiones del país, convirtiéndose en la compañía supermercadista con mayor presencia nacional y con una estrategia multiformato que le permite satisfacer las diferentes necesidades de compra de sus clientes.²

2.1.2 Plan Estratégico 2020-2022

Durante el año 2021, SMU continuó con la implementación del segundo año de su plan estratégico para el periodo 2020-2022. Este plan se basa en cuatro ejes: experiencia del cliente, crecimiento omnicanal, eficiencia y productividad y organización comprometida y sostenible, además de contemplar capacidad

² SMU S.A. (2022). Nuestra empresa. Recuperado desde <https://www.smu.cl/nosotros/nuestra-empresa/>

Economía & Negocios

financiera y tecnología y digitalización como habilitadores transversales fundamentales para lograr la exitosa implementación de los cuatro ejes.

A continuación, una reseña de estos:

- **Experiencia del cliente:** potenciar la propuesta de valor en cada formato. Mantener contacto con los clientes y ofrecer promociones atractivas, de manera de determinar el surtido adecuado de cada tienda (clusterización) e incorporar nuevos productos. El plan 2020-2022 también considera el desarrollo de productos de marcas propias y durante el 2021 la compañía avanzó en la incorporación de 600 nuevos productos y el lanzamiento de nuevas marcas como “Nuestra Cocina” y “Smart Clean”. También se ofrecieron nuevos medios de pago para que los clientes comerciantes de Alvi tuvieran la posibilidad de aceptar pagos con tarjeta en sus negocios, apoyando la necesidad de digitalización y crecimiento de estos negocios.
- **Crecimiento Omnicanal:** el cual contempla la apertura de nuevas tiendas, la reapertura de otras y el desarrollo del ecommerce. Durante el 2021 se avanzó en la apertura de dos nuevas tiendas de Unimarc en Tocopilla y Talca, una nueva tienda Alvi en La Serena y la reapertura de otras dos, además de la apertura de la primera tienda en el nuevo formato “Super10” y la remodelación de otras 3 tiendas para convertirlas a este formato, y SMU Perú, por su parte, abrió 3 nuevas tiendas del formato Maxiahorro.

Respecto al desarrollo del e-commerce se contempla plataformas propias y el desarrollo de last milers, para satisfacer los pedidos de compras planificadas como las compras express. Durante el 2021, lanzó la página “Unimarc.cl” y la app de Unimarc. Adicionalmente aumentó su cobertura geográfica a través de last milers (149 tiendas) con penetración en 16 regiones del país.

Economía & Negocios

- **Eficiencia y productividad:** su foco es controlar los gastos operacionales y mejorar la disponibilidad de los productos en los locales. Durante el 2021, SMU avanzó con la implementación de sistemas de gestión de turnos, aumentó el número de tiendas que cuentan con autoservicio y amplió el uso de plataformas digitales que permiten mejoras de productividad. Respecto a la cadena logística, se terminó de implementar un sistema de gestión de transporte en toda la red en Chile, permitiendo mejorar los procesos de planificación de rutas y carga de camiones. Adicionalmente, se implementó el sistema de voice picking en cuatro centros de distribución, mejorando la eficiencia en procesos de preparación de pedidos al interior de los centros de distribución.
- **Organización comprometida y sostenible:** su plan estratégico contempla iniciativas enfocadas en la creación de valor compartido y el cuidado del medioambiente. El 2021, SMU avanzó en la iniciativa de no desperdicio de alimentos, implementando las donaciones de alimentos y la venta de productos por vencer a precio rebajado (en buen estado de conservación). Por otra parte, avanzó en prácticas de evaluación y certificación de sus proveedores. La compañía también amplió la cobertura de medición de huella de carbono.³

2.1.3 Segmentos de negocios

El Grupo SMU presenta la información por segmentos en función de la información financiera puesta a disposición de los tomadores de decisiones claves (directores), en relación con materias tales como medición de rentabilidad y asignación de inversiones.

³ SMU S.A. (2022). Memoria anual 2021 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1649098371MemorialIntegradaSMU2021.pdf

Economía & Negocios

2.1.3.1 Supermercados en Chile

- **UNIMARC**

En la tabla 2 se resume algunas características importantes de la cadena de supermercados Unimarc:

Tabla 2. Características del supermercado

Tipo de información	Descripción
Segmento	Supermercados en Chile
Subsegmento	Supermercado tradicional
Ingresos (%)	70,1
Nº de tiendas	283 (160 comunas de las 16 regiones)
Superficie de ventas total	346.809 metros cuadrados
Propuesta de valor	Ofrecer variedad de productos con alta participación en perecibles, con atractivos precios, experiencia de compra expedita y alta intensidad de promociones
Surtido de productos promedio por tienda	7.000 unidades de mantenimiento de existencias (SKU, por sus siglas en inglés)
Estrategia de precios	Alta actividad promocional y comunicación publicitaria
Principales competidores	Líder (Walmart), Santa Isabel (Cencosud), Jumbo (Cencosud) y Tottus (Falabella)

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Memoria Integrada SMU, diciembre 2021.

Esta información resumida avala la declaración de que Unimarc es el supermercado tradicional de SMU y su canal de ventas de retail más importante, representando aproximadamente el 70,1% de los ingresos de la compañía el año 2021.

- **MAYORISTA 10**

En la tabla 3 se resume algunas características importantes del supermercado económico Mayorista 10:

Economía & Negocios

Tabla 3. Características del supermercado

Tipo de información	Descripción
Segmento	Supermercados en Chile
Subsegmento	Mayorista
Ingresos (%)	27,3 (incluye Super 10 y Alvi)
Nº de tiendas	59 (entre las regiones de Coquimbo y los Lagos)
Superficie de ventas total	1.300 metros cuadrados
Propuesta de valor	Ofrecer precios bajos a clientes finales y comerciantes
Surtido de productos promedio por tienda	3.600 SKUs
Estrategia de precios	Ofrecer precios bajos
Principales competidores	Superbodega aCuenta (Walmart)

Fuente: elaboración propia a partir de información de Memoria Integrada SMU, diciembre 2021.

La información de la tabla 3 refuerza la idea de que Mayorista 10 es una propuesta alternativa a Unimarc, cuyas eficiencias operacionales y menor surtido y manipulación de productos son traducidos en menores precios, tanto para consumidores finales como comerciantes.

Economía & Negocios

- **SUPER 10**

En la tabla 4 se resume algunas características importantes de la propuesta Super 10:

Tabla 4. Características del supermercado

Tipo de información	Descripción
Segmento	Supermercados en Chile
Subsegmento	Mayorista
Ingresos (%)	27,3 (incluye Mayorista 10 y Alvi)
Nº de tiendas	4 (región metropolitana y O'Higgins)
Superficie de ventas total	1.300 metros cuadrados (sin la existencia de un espacio de bodega)
Propuesta de valor	Soft discount
Surtido de productos promedio por tienda	3.200 SKUs
Estrategia de precios	Precios con descuento, sobre todo marcas propias
Principales competidores	Supermercados tradicionales y económicos

Fuente: elaboración propia a partir de información de Memoria Integrada SMU, diciembre 2021.

Esta propuesta se lanzó en agosto del 2021 como un formato reducido de Mayorista 10, para seguir profundizando en la estrategia de "Soft Discount".

- **ALVI**

En la tabla 5 se resume algunas características importantes del supermercado mayorista de autoservicio Alvi:

Economía & Negocios

Tabla 5. Características del supermercado

Tipo de información	Descripción
Segmento	Supermercados en Chile
Subsegmento	Mayorista
Ingresos (%)	27,3 (incluye Mayorista 10 y Super 10)
Nº de tiendas	33
Superficie de ventas total	1.300 metros cuadrados
Propuesta de valor	Propuesta integral de compra dirigida a comerciantes (al por mayor)
Surtido de productos promedio por tienda	3.600 SKUs
Estrategia de precios	Precios al por mayor, diferenciados por niveles (1,2 y 3), dependiendo de la cantidad
Principales competidores	Fruna, Central Mayorista (Walmart), La Caserita, Comercial Castro y La Oferta

Fuente: elaboración propia a partir de información de Memoria Integrada SMU, diciembre 2021.

Según lo que se desprende de la tabla 5, Alvi busca entregar una propuesta integral de compra a comerciantes dueños de almacenes, para lo cual posee una estrategia de precios diferenciados por nivel, empaques más grandes y un sistema de capacitación y fidelización de sus clientes.

- **E-Grocery**

En la tabla 6 se resume algunas características importantes del formato de ventas online:

Economía & Negocios

Tabla 6. Características del supermercado

Tipo de información	Descripción
Segmento	E-Grocery (ecommerce)
Ingresos (%)	0,6 (con otros ingresos)
Canales de venta	Interno: Unimarc.cl y la app Externo (Last Milers): Rappi y Pedidos Ya
Propuesta de valor	Satisfacer necesidades en cualquier momento. Experiencia de compra rápida y fácil
Nº de tiendas que operan en esta modalidad	150 (en todo el país)
Estrategia de precios	Alta actividad promocional y comunicación publicitaria
Principales competidores	Supermercados tradicionales y económicos

Fuente: elaboración propia a partir de información de Memoria Integrada SMU, diciembre 2021.

Como muestra la tabla 6, la gran cobertura geográfica que poseen las cadenas de SMU, le han permitido hacer crecer el negocio en términos de venta y rentabilidad. Dentro de la estrategia para los próximos años está seguir potenciando dicho canal. Incluso durante el 2021 aumentó el número de tiendas que operan bajo esta modalidad de 90 a casi 150, y llegando a las 16 regiones del país.⁴

2.1.3.2 Supermercados en Perú

- **Maxiahorro y Mayorsa**

En la tabla 7 se resume algunas características importantes del formato mayorista de SMU en el país vecino de Perú:

⁴ SMU S.A. (2022). Memoria anual 2021 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1649098371MemorialIntegradaSMU2021.pdf

Economía & Negocios

Tabla 7. Características del supermercado

Tipo de información	Descripción
Segmento	Supermercados en Perú
Subsegmento	Mayorista
Ingresos	2%
Nº de tiendas	26
Superficie de ventas total	700 metros cuadrados
Propuesta de valor	Supermercados económicos (Maxiahorro) y mayoristas (Mayorsa)
Estrategia de precios	Precios bajos y al por mayor
Principales competidores	Supermercados tradicionales y económicos

Fuente: elaboración propia a partir de información de Memoria Integrada SMU, diciembre 2021.

Con la información de la tabla 7 se refrenda que a pesar de que el fuerte de la operación de SMU se concentra en Chile, existe una estrategia de crecimiento orgánico por medio de la internacionalización. El 2021 no fue buen año para la industria en Perú, debido a que las autoridades locales establecieron límites de horarios y restricciones, sin embargo, se pretende volver a las sendas de crecimiento para los próximos ejercicios

2.1.4 Segmentos y países en que opera la compañía, importancia de cada segmento y país sobre los ingresos y el EBITDA al año 2021

En la tabla 8 se puede observar la magnitud y el peso que reporta cada unidad de negocio dependiendo del país (Chile y Perú) sobre las ventas y EBITDA de la compañía.

Economía & Negocios

Tabla 8. Ingresos y EBITDA de SMU S.A.

Países y rubros donde opera. Para el año 2021	Ingresos (en miles de UF)	%	EBITDA (en miles de UF)	%
Chile	78.150	98,00%	7.228	99,10%
Unimarc	55.918	70,10%	5.324	73,00%
Mayoristas (Mayorista 10, Super 10, Alvi)	21.812	27,30%	1.871	26,00%
Otros*	442	0,60%	32	0,10%
Perú	1.613	2,00%	65	0,90%
Mayoristas (Maxiahorro y Mayorsa)	1.613	2,00%	65	0,90%
Total	79.763	100,00%	7.292	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir del Análisis Razonado SMU S.A. y Notas a los EEFF, diciembre 2021

Las cifras demuestran que gran parte de las ventas de la compañía provienen de Chile, específicamente del segmento minorista representado prácticamente en su totalidad por supermercados Unimarc, a pesar de que la apertura hacia Perú comenzó el año 2011, todavía no alcanzan a ser significativas, a diferencia de algunas empresas comparables, como se verá en secciones posteriores. Es importante recordar que el año 2021 fue complejo para el sector retail en Perú por las restricciones impuestas en periodo de pandemia. Aun así, se abrieron 3 nuevas tiendas, respondiendo al crecimiento omnicanal del plan estratégico trianual 2020-2022.

2.1.5 Principales accionistas de la compañía

En la tabla 9 se presentan los principales accionistas de la compañía, ordenados de mayor a menor de acuerdo con su porcentaje de participación. De igual manera se puede traducir en número de acciones suscritas y pagadas.

Economía & Negocios

Tabla 9. Principales accionistas de SMU S.A.

Razón social	Nº de acciones suscritas	Nº de acciones pagadas	% de propiedad
Inversiones Sams Spa	1.347.798.788	1.347.798.788	23,35%
Inversiones Smu Matriz Limitada	961.378.722	961.378.722	16,65%
Gestora Omega Ltda Holding Y Cia En Comandita Por Acciones	283.533.018	283.533.018	4,91%
Credicorp Capital Sa Corredores De Bolsa	263.896.517	263.896.517	4,57%
Compass Small Cap Chile Fondo De Inversión	215.658.245	215.658.245	3,74%
Fondo De Inversión Privado Epsilon	195.413.106	195.413.106	3,39%
Banco De Chile Por Cuenta De State Street	170.973.258	170.973.258	2,96%
Fondo De Inversión Privado Gamma	162.435.161	162.435.161	2,81%
Larrain Vial Sa Corredora De Bolsa	151.923.064	151.923.064	2,63%
Btg Pactual Sa C De B	151.249.089	151.249.089	2,62%
Banco De Chile Por Cuenta De Citi Na New York Clie	150.642.728	150.642.728	2,61%
CorpGroup Inversiones Limitada	135.644.898	135.644.898	2,35%

Fuente: Comisión para el mercado financiero, junio 2022.

Se puede observar en la tabla 9 que los mayores accionistas de SMU, son las empresas, Inversiones SAMS SPA con un 23,35% e Inversiones SMU Matriz Limitada con un 16,65% de participación. Ambas empresas ligadas a la familia Saieh, la cual controla el 46,11% de SMU S.A., a través de: CorpGroup Holding Inversiones Ltda., CorpGroup Inversiones Ltda. (2,35%), Fondo de Inversión Privado Gamma (2,81%), Fondo de Inversión Privado Épsilon (3,39%), Retail Holding S.A., y las ya mencionadas.⁵

2.1.6 Riesgos del negocio

A continuación, se indica una breve descripción de los principales riesgos que enfrenta SMU S.A., entre los cuales se distinguen, además de los riesgos

⁵ SMU S.A. (2020). Primera emisión de bonos por línea de títulos al portador desmaterializados a 10 años. Línea 964, series AA y AB. Recuperado de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=e7b88ed95b345edd5f2daceddb51b875VFdwQmVVMUVRVE5OUkUxNIRucFJOVTICUFQwPQ==&secuencia=0

Economía & Negocios

operacionales, los riesgos financieros que pueden afectar de manera significativa el valor económico de sus flujos y activos y, en consecuencia, sus resultados. Estos no son todos los riesgos a los que está expuesta la compañía.⁶

2.1.6.1 Riesgos de mercado

Los ingresos de operaciones en Chile de SMU representaron el 98% y 97,51% de sus ingresos consolidados para los años 2021 y 2020 respectivamente. Estos resultados dejan expuesta a la compañía al nivel de actividad económica del país (asociado a un menor consumo), sin embargo, el sector supermercados, en especial el *Food retail*, presenta una menor exposición al ciclo económico en comparación a otras industrias.⁷

2.1.6.2 Riesgo de cumplimiento legal y regulatorio

Los diversos cambios en la legislación laboral, tributaria y comercial, entre otros que se han visto en los últimos tiempos, podrían imponer nuevas obligaciones a SMU S.A. que finalmente impactan en los costos. Para mitigar este riesgo, la Sociedad cuenta con una política de cumplimiento que vela por la permanente capacitación de los colaboradores y el monitoreo de las diferentes áreas sujetas a algún tipo de regulación, particularmente libre competencia, prevención de delitos, seguridad de datos de terceros y protección al consumidor.

⁶ SMU S.A. (2022). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2021 y 2020 y por los años terminados en esas fechas de SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1647292170Estados_financieros_202112.pdf

⁷ Feller Rate Clasificadora de Riesgo (2022). SMU S.A. Informe de clasificación – octubre 2022. Disponible en <https://feller-rate.com/general2/corporaciones/smu2210.pdf>

Economía & Negocios

2.1.6.3 Riesgo logístico

Dado que los supermercados de SMU se encuentran distribuidos en todas las regiones de Chile, existe el riesgo de desabastecimiento y/o paralizaciones operativas, sean estas internas o de servicios tercerizados. Para mitigar este riesgo la compañía cuenta con varios centros de distribución a lo largo del país, una política de compras flexible y una amplia matriz de proveedores nacionales e internacionales.

2.1.6.4 Riesgo de seguridad de la información

El negocio de SMU es altamente transaccional, por lo tanto, es dependiente de contar con sistemas informáticos y de comunicaciones eficientes y seguros. Si estos sistemas sufren daños o interrupciones, se podría generar un impacto adverso en el negocio, condición financiera y resultados operacionales de la Compañía. Para ayudar a mitigar este riesgo, SMU cuenta con sistemas de respaldo y de recuperación de datos y una filial dedicada al resguardo y tratamiento de la información.

2.1.6.5 Riesgo de eventos de fuerza mayor y cambio climático

Condiciones climáticas severas y otros desastres naturales, como terremotos y tsunamis (a los cuales Chile está expuesto por su historia) pueden afectar los resultados operacionales de manera adversa. Para mitigar este riesgo, SMU cuenta con pólizas de seguros y una extensa cobertura logística a nivel nacional.

2.1.6.6 Riesgo de Proveedores y condiciones comerciales

La pérdida de sus proveedores, y la incapacidad de conseguir nuevos a costos comparables, podrían tener un impacto negativo en la disponibilidad de los

Economía & Negocios

productos que vende en sus tiendas, lo que podría generar un impacto adverso en los ingresos de la Compañía. Un factor que puede ayudar a mitigar este riesgo es el hecho de que SMU no depende particularmente de algún proveedor, o algún grupo de ellos.

2.1.6.7 Riesgos laborales

Al 31 de diciembre de 2021, SMU tenía un total de 26.205 empleados (1.159 de Ok Market), de los cuales el 97,1% estaban en Chile y el 2,9% en Perú. Aproximadamente el 71,0% de los empleados están representados por más de 130 organizaciones sindicales, cada una de las cuales, al menos, mantiene un instrumento colectivo vigente. Dichos acuerdos tienen una duración de aproximadamente dos a tres años, venciendo en diferentes fechas, lo que lleva a la Compañía a estar en un constante proceso de negociación. Estos procesos podrían eventualmente terminar en un proceso de huelga, lo cual podría tener un efecto adverso en la condición financiera y resultados operacionales de SMU. Para mitigar estos riesgos, la Compañía cuenta con una Gerencia de Relaciones Laborales que desarrolla un trabajo conjunto permanente con cada una de las organizaciones sindicales.⁸

2.1.6.8 Riesgo de cobertura de seguros

Las pólizas de seguros de SMU normalmente excluyen ciertos riesgos y están sujetas a ciertos umbrales y límites. El costo de la cobertura puede aumentar a tal nivel que la Compañía podría tomar la decisión de reducir las coberturas de las pólizas o de aceptar ciertas exclusiones de las mismas.

⁸ SMU S.A. (2022). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2021 y 2020 y por los años terminados en esas fechas de SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1647292170Estados_financieros_202112.pdf

Economía & Negocios

2.1.6.9 Riesgo de crédito

SMU cuenta con mecanismos preventivos y correctivos para administrar el riesgo de incobrabilidad de deudores por venta.

El riesgo de deterioro de los deudores por venta de SMU S.A. se establece considerando la pérdida esperada evaluada en función del incremento significativo del riesgo (roll over). Para ello, la Sociedad mantiene una política vigente de riesgo de su cartera de clientes y determina de forma periódica las provisiones necesarias para registrar e informar en sus estados financieros los efectos de este deterioro cumpliendo así con la normativa vigente.

La provisión de deterioro se basa en una estimación prudencial de la pérdida esperada de las cuentas por cobrar que probablemente no serán recuperadas. Este modelo está construido en base a antecedentes de conocimiento público, comportamiento histórico interno y análisis individual de cada cliente.

2.1.6.10 Riesgo de liquidez

Este riesgo está asociado a la capacidad de la Compañía para: (i) amortizar o refinanciar a precios de mercado razonables los compromisos financieros adquiridos y (ii) ejecutar sus planes de negocios con fuentes de financiamiento estables.

La Administración realiza un seguimiento diario de su posición de caja y continuamente efectúa proyecciones de ésta, con el objeto de pagar, prepagar, refinanciar y/u obtener nuevos créditos, de acuerdo con la capacidad de generación de flujos con que cuenta actualmente.

La compañía mantiene dentro de su estructura de financiamiento una mezcla de deuda de corto y largo plazo, diversificada por tipo de acreedor y mercado. Además, cuenta con Líneas de Crédito de corto plazo que le permiten cubrir eventuales déficit de caja, como resultado de las necesidades estacionales derivadas del negocio.

Economía & Negocios

2.1.6.11 Riesgo de tipo de cambio

El peso chileno está sujeto a variaciones con respecto al dólar de los Estados Unidos de América y otras monedas internacionales. Parte de los productos ofrecidos para la venta en nuestras tiendas son adquiridas en países extranjeros, por lo tanto, durante el período en que tales operaciones de importaciones están pendientes de ser canceladas, existe una exposición a la fluctuación cambiaria.

La política de la Sociedad es, en lo posible, cubrir el riesgo originado por las variaciones de tipo de cambio sobre la posición de pasivos exigibles netos, mediante instrumentos de mercado diseñados para dichos efectos.

2.1.6.12 Riesgo de inflación

El riesgo de inflación proviene principalmente de las fuentes de financiamiento de la Sociedad, que están expresadas en Unidades de fomento (UF).

Al 31 de diciembre de 2021, la Sociedad posee una deuda financiera por un total de UF 15.865.447 y deuda por las obligaciones por arrendamientos que califican como financieros por un total de UF 14.216.750.

Por cada peso que sube la UF el efecto neto es una pérdida por unidades de reajustes de M\$ 15.865.

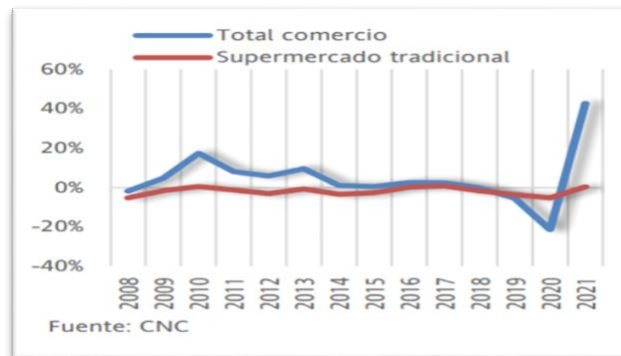
Economía & Negocios

2.2 Descripción de la industria

Los supermercados funcionan como locales donde consolidan un gran número de productos que satisfacen distintas necesidades y los posicionan de manera estratégica de manera que los clientes puedan recorrer a lo largo de sus pasillos y con ello puedan encontrar solución a sus necesidades. La distribución en la actualidad es relativamente similar en todos los competidores y posicionan los productos de primera necesidad como carne, pescados, frutas, legumbres, pan, leche y agua lo más alejados de la entrada intercalándolos con otros de vocación más suntuaria como dulces, juguetes, cereales. Alcoholes, Etc.

Si bien la industria de los supermercados está inserta dentro del mercado del Retail, esta se desmarca del comportamiento del resto de las clases debido a que parte importante de los ingresos de los supermercados son obtenidos de productos de primera necesidad por lo que si bien se ven afectados con las crisis económicas son más resilientes a los golpes de consumo. Es decir, sus ventas son más inelásticas, menos volátiles y siguen vendiendo a diferencia de otras tiendas de Retail, eso se debe a que los clientes sustituyen calidad bajando los precios de los productos a consumir. Esto se puede apreciar en la figura 3 que muestra la variación en consumos de retail y su subclase de supermercados.

Figura 3: Evolución ventas comercio minorista total y de supermercados en la RM (Variación % anual)

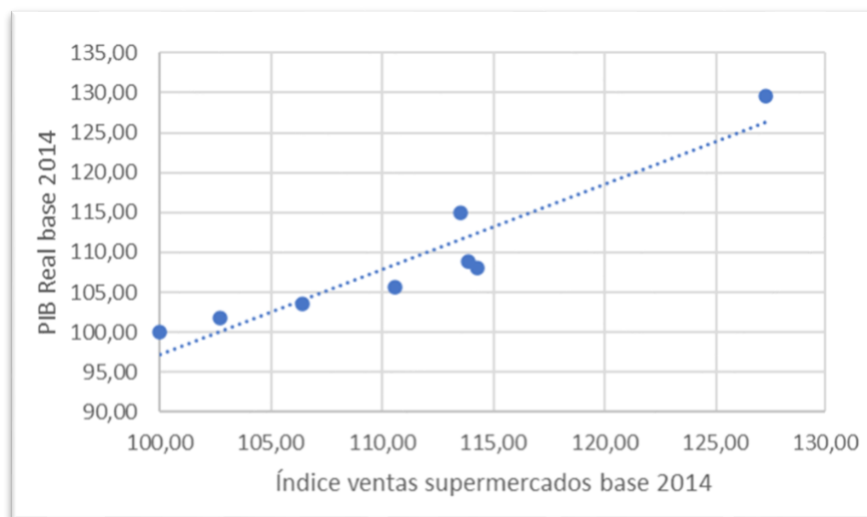


Fuente: ICR Clasificadora de Riesgo (2022). SMU S.A. Informe de clasificación – abril 2022.

Economía & Negocios

En la Figura 4. Ligado a lo anterior podemos notar una relación directa entre el PIB medido en términos reales y el índice de ventas de supermercados en Chile medida en términos reales. Esto valida lo presentado previamente.

Figura 4: índice de ventas reales supermercados Chile



Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida en la Cámara Nacional de Comercio y Banco Central de Chile

2.2.1 Historia y estado actual

En los inicios de los supermercados estos funcionaban de manera similar a lo hoy se conoce como “negocios de barrio”. El proceso era lento y engorroso ya que los productos se debían medir y empaquetar unitariamente. Lo que hacía que los costos se fuesen transmitiendo hacia los usuarios finales. A medida que pasa el tiempo los actores de la industria se han ido unificando con lo que logran economías de escala y un mercado cada vez más competitivo.

De las distintas estrategias que se han estado realizando se tiene la masificación de los power centers y malls, donde las tiendas anclas son los supermercados. Esto ha ido en directo beneficio de la población al tener mayor cantidad de productos, diversificados en marcas, más económicos y cercanos a sus hogares. Hoy según la Asociación de supermercados de Chile las ventas de la industria

Economía & Negocios

en el país en términos anuales desde mayo del 2021 a mayo del 2022 fueron alrededor de USD19.734 millones (tipo de cambio al cierre del mes). En la Figura 5 se pueden apreciar algunas de los principales indicadores de la industria a nivel nacional.

Figura 5: Principales indicadores de la industria de supermercados en Chile



Fuente: Memoria anual de asociación de supermercados de Chile

Las últimas dos décadas se ha estado avanzando en afianzar las “marcas propias” de manera de agregar rentabilidad a los supermercados. Estas marcas se han insertado exitosamente a la parrilla de productos estando presentes prácticamente en todas las líneas de productos. Según un estudio de NielsenIQ actualmente las marcas propias corresponden a un 13% de las ventas totales del rubro.⁹ Dentro de las marcas propias se encuentran Líder y selección, Cousine & Co, Tuttus, great value, entre muchos otros.

A nivel de industria desde inicios de la década pasada partieron tímidamente a través de sus páginas web desde donde se despachaba directamente desde sus

9 Fuenzalida G., y Vives (2022). Marcas propias en supermercados: Una opción atractiva para el bolsillo de los consumidores. Recuperado de <https://chocale.cl/2022/08/marcas-propias-supermercados-tendencias-consumidores/>

Economía & Negocios

centros de distribuciones hasta el cliente final. Luego de ello las distintas marcas complementan su operación con los llamados “Last milers” entrando de lleno a satisfacer las necesidades de los despachos express. Esto se vio potenciado con la pandemia del covid-19 y hoy a nivel de industria trabajan mano a mano con las distintas empresas de distribución de manera de captar estas compras de personas que tienen poco tiempo o simplemente no quieren desplazarse a realizar la compra física.

2.2.2 Regulación y fiscalización

La industria de supermercados al ser tan importante en la entrega de productos y contribución al comercio a nivel nacional es que está altamente regulada, cuidando de esta manera las distintas áreas de interés en la que esta se desenvuelve con la sociedad.

- **Laboral:** La compañía al ser incentiva en el uso de recursos humanos cuenta con una alta fiscalización por parte de la dirección del trabajo la que regula principalmente la relación del empleador con sus colaboradores de manera que no se provoquen abusos hacia estos últimos.
- **Mercado de Valores:** La CMF, comisión para el mercado financiero, regula el correcto funcionamiento en términos de claridad de la información de los distintos entes que participan en el mercado financiero. Al ser SMU una empresa con acciones transadas en bolsa y además un actor que se financia mediante la emisión de instrumentos de deuda es que debe cumplir con una serie de obligaciones que den confianza y certeza a sus accionistas y acreedores acerca de su estado de salud financiera.

Economía & Negocios

- **Sernac:** El servicio nacional del consumidor regula la relación entre los oferentes de productos y/o servicios con sus clientes de manera que apoya en la protección de los derechos de estos últimos.
- **Salud:** Las secretarías regionales ministeriales de salud se encargan de inspeccionar los locales de manera regular de manera que no se produzca comercialización de productos en malas condiciones que puedan provocar problemas de salud en la población.
- **Libre competencia:** Al igual que todas las empresas los supermercados pueden ser fiscalizadas por la fiscalía nacional económica y los tribunales de libre competencia para poder validar que no se estén realizando acciones como fijación de precios entre los distintos participantes.
- **Impuestos:** Ante probables faltas en el pago de sus tributos el servicio de impuestos internos tiene la capacidad de realizar pericias con el fin de captar ingresos con los que se le pueda estar defraudando.
- **Medio ambiente:** El 13 de agosto de 2021 fue publicada la ley N°21.368 que “regula la entrega de plásticos de un solo uso y las botellas plásticas”. Debido a que la ley contiene alcances sobre la industria, el gremio analizó su articulado junto a los integrantes del Comité de Sostenibilidad de ASACH, elaborando minutas técnicas con comentarios y propuestas para que la ley considerara la capacidad y realidad de los supermercados, las que fueron compartidas en audiencias públicas con autoridades del Ministerio del Medio Ambiente.

Economía & Negocios

2.2.3 Empresas comparables

Según la memoria anual de SMU al cierre del 2021, sus empresas comparables son Walmart, la cual sería la cadena de supermercados más grande de Chile medida por ventas, y cuenta con alrededor de 370 tiendas bajo sus marcas Líder, Líder express, Ekono y Super bodega Acuenta, luego usando la misma métrica de ingresos, Cencosud se posiciona como el segundo operador más grande de Chile con aproximadamente 250 hipermercados, y supermercados bajo las marcas Jumbo y Santa Isabel. Al cierre del año 2021 SMU es la tercera con mayores ingresos contando con 283 tiendas operativas. Por último, la cuarta de las más grandes es Tottus con 70 tiendas abiertas.¹⁰

A pesar de lo declarado por la empresa y según las revisiones que se han realizado a los estados financieros para efectos de esta valoración y las fuentes de información secundarias como informes de analistas, no serán consideradas Walmart y Falabella; la primera por no cotizar en la bolsa de valores chilena y la segunda por 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)¹¹.

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

¹⁰ SMU S.A. (2022). Memoria integrada 2021 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1649098371MemorialIntegradaSMU2021.pdf

¹¹ Falabella S.A. y filiales (2022). Estados Financieros Interinos Consolidados 30 de junio de 2022. Disponible en

<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90749000&grupo=&tipoentidad=R VEMI&row=AAAwY2ACTAAABY8AAG&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Economía & Negocios

fwd)¹², 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 cálculos posteriores en el presente informe.

A continuación, se presenta una breve descripción de cada una de las compañías para luego en la tabla número 10 y 11 detallar los ingresos y Ebitda del segmento supermercados de las empresas que compiten en Chile en los mismos segmentos que SMU.

- **Cencosud:** es un holding que opera en Chile, Argentina, Perú, Colombia, y Brasil. Sus operaciones se extienden a los negocios de supermercados, hipermercados, tiendas para el mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros, siendo una de las compañías de retail de capitales latinoamericanos más diversificadas, atendiendo las necesidades de consumo de más de 180 millones de clientes. Adicionalmente, desarrolla otras líneas de negocio que complementan su operación central de retail, como son servicios de fidelización y centros de entretención familiar. Todos ellos cuentan con un gran reconocimiento y prestigio entre sus clientes, con marcas que destacan por su calidad y excelencia de servicio.¹³
- **Almacenes Éxito S.A.:** son parte de una de las plataformas de retail más grandes de Sudamérica (Grupo Éxito), con presencia en Colombia con las

¹² Inversiones Security (2023). Sector Retail: Presión en discrecionales continuaría en el corto plazo, consumo básico se mostraría más resiliente. Enero 2023. Disponible en <https://www.inversionessecurity.cl/research/informes>

¹³ Cencosud S.A. (2022). Estados financieros de Cencosud al segundo trimestre del 2022. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93834000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABBywAAO&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Economía & Negocios

marcas Éxito, Carulla, Super Inter, Surtimax, Surtimayorista y Viva, y en Uruguay con Grupo Disco y Grupo Devoto. Además en Argentina con Libertad y Paseo. En estos tres países y en los distintos formatos de negocio (almacenes y tiendas), poseen cerca de 630 locales y 43.500 empleados. Actualmente la empresa cotiza en la bolsa de valores de Colombia (BVC).¹⁴

A modo de resumen de las empresas comparables de SMU, se ha recopilado información pública con la que se confeccionaron las tablas 10 y 11. En ellas se ve la información de ingresos y EBITDA respectivamente del segmento supermercados para Cencosud, Almacenes Éxito y su comparación con SMU.

Tabla 10 Ingresos de las empresas comparables a junio del 2022 en miles de UF

Países donde opera	Cencosud	%	Éxito S.A.	%	SMU	%
Chile	133.456	48,92%			39.590	97,98%
Perú	30.499	11,18%			814	2,02%
Argentina	44.365	16,26%	4.475	8,00%		
Colombia	25.472	9,34%	44.866	75,00%		
Brasil	39.002	14,30%				
Uruguay			10.261	17,00%		
Total	272.794	100,00%	59.601	100,00%	40.405	100,00%

Fuente: Elaboración propia elaborada a partir de información obtenida desde la Comisión para el mercado financiero y EEFF de Éxito S.A.

De la tabla 10 se desprende que los ingresos del negocio de supermercados tanto para Almacenes Éxito como para Cencosud son generados en mayor porcentaje en su país de origen (48,92% y 75,00% respectivamente). Mientras que para SMU, Chile le reporta el 97,98%. Almacenes Éxito no posee participación en Perú, pero posee un 17,00% en Uruguay y un 8,00% en

¹⁴ Éxito S.A. (2022). ¿Quiénes Somos? Recuperado desde <https://www.grupoexito.com.co/es/quienes-somos>

Economía & Negocios

Argentina. Para Cencosud, la participación en Perú es de un 11,18%, porcentaje superior a SMU, para el cual constituyen solamente el 2,02%. A pesar de que Cencosud posee otras líneas de negocio, la contribución de la unidad de supermercados es muy similar en cifras a SMU y Almacenes Éxito, es por ello que usar sus métricas como comparables puede aportar una buena aproximación al valor de SMU.

Tabla 11 EBITDA de las empresas comparables a junio del 2022 en miles de UF

Países donde opera	Cencosud	%	Éxito S.A.	%	SMU	%
Chile	14.821	48,96%			3.709	99,67%
Perú	3.389	11,19%			12	0,33%
Argentina	4.907	16,21%	96	2,00%		
Colombia	2.830	9,35%	3.423	70,00%		
Brasil	4.325	14,29%				
Uruguay			1.072	28,00%		
Total	30.273	100,00%	4.859	100,00%	3.721	100,00%

Fuente: Elaboración propia elaborada a partir de información obtenida desde la Comisión para el mercado financiero y EEFF de Éxito S.A.

Respecto al EBITDA de Almacenes Éxito y Cencosud en el rubro de supermercados gran parte está dado por su participación en su país de origen (70,00% y 48,96% respectivamente). Todo lo anterior confirma lo concluido en la tabla 10, en que las métricas de estas 2 empresas pueden aportar a la valoración de SMU.

Economía & Negocios

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1 Deuda financiera

Durante el 2017, SMU llevó a cabo un nuevo plan estratégico a 3 años, conocido como “Plan CIMA”, el cual dentro de sus pilares tenía el fortalecimiento financiero, lo que se evidenció en una serie de transacciones que le permitieron mejorar significativamente su situación financiera para dicho periodo (2017-2019), entre ellas:

- La apertura en bolsa (enero 2017).
- Colocaciones de bonos en el mercado local (series G, K y P) (año 2017).
- Colocación de los bonos serie T (año 2018).
- Venta de la filial Construmart S.A. (año 2018).
- Colocación de los bonos serie W (año 2019).
- Prepago del 100% del saldo de la deuda reprogramada que se mantenía con los bancos locales desde el 2014 (año 2019).

Los años 2019 y 2020 vuelve a aumentar la deuda financiera por efecto contable (NIIF 16) y de la pandemia, para estabilizarse ya el año 2021 a la fecha.

En la tabla número 12, se puede apreciar la desagregación de las cuentas que conforman la deuda financiera y su evolución desde el año 2017.

Economía & Negocios

Tabla 12. Deuda financiera de SMU S.A. en miles de UF

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Total corriente	2.625	3.504	4.921	7.097	4.734	5.019
<i>Préstamos Bancarios</i>	1.517	1.819	3.099	2.199	1.247	856
<i>Obligaciones con el público</i>	284	1.097	93	3.232	1.913	2.517
<i>Arrendamientos financieros</i>	125	257	290	228	127	114
<i>Arrendamiento sin opción de compra</i>	615	331	1.440	1.439	1.446	1.533
<i>Derivados</i>	83	-	-	-	-	-
Total no corriente	27.131	20.587	27.913	29.175	27.056	26.413
<i>Préstamos Bancarios</i>	3.912	1.975	244	-	-	-
<i>Obligaciones con el público</i>	14.601	10.319	11.423	14.284	12.463	12.249
<i>Arrendamientos financieros</i>	234	1.811	1.701	1.501	1.398	1.346
<i>Arrendamiento sin opción de compra</i>	8.348	6.465	14.546	13.390	13.194	12.818
<i>Derivados</i>	36	17	-	-	-	-
Total	29.756	24.092	32.835	36.272	31.790	31.433

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los estados financieros de SMU

El año 2018 se ve una disminución importante, explicado en gran medida por la disminución de UF 6.544.141 de la deuda financiera no corriente, debido a la reprogramación a largo plazo de los tramos I y II de los préstamos bancarios y al prepago total de bonos internacionales por un monto total de USD 300.000.000 que la compañía había colocado en febrero del año 2013.¹⁵

Para el 01 de enero del 2019 se puede ver un fuerte aumento debido principalmente a que dicho año entra en vigor la NIIF 16 “arrendamientos”, la cual establece el reconocimiento de activos y pasivos para la mayoría de los contratos, lo cual provoca un fuerte aumento de la cuenta “arrendamiento sin opción de compra” (pasando de representar un 30% de los pasivos financieros totales ex ante a 47% para junio 2022). Hecho relevante en el caso de SMU, que

¹⁵ SMU S.A. (2019). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2018 y 2017 y por los años terminados en esas fechas de SMU S.A. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76012676&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABzMAAB&vig=VI&control=svs&pestanian=3>

Economía & Negocios

gran parte de los locales en que opera se encuentran bajo la modalidad de arriendo.

Para el 2020 SMU ingresa a un nuevo plan estratégico trianual (2020-2022), cuyas iniciativas se postergaron por motivo del “estallido social” (fines del 2019) y posteriormente la pandemia. Desde el punto de vista financiero fue relevante las colocaciones de los bonos locales series AK y AL que le permitieron levantar UF 6 millones, permitiendo cubrir necesidades de refinanciamiento para todo el año 2021 y liberando flujos de efectivo provenientes de la operación para destinar al plan de inversiones.

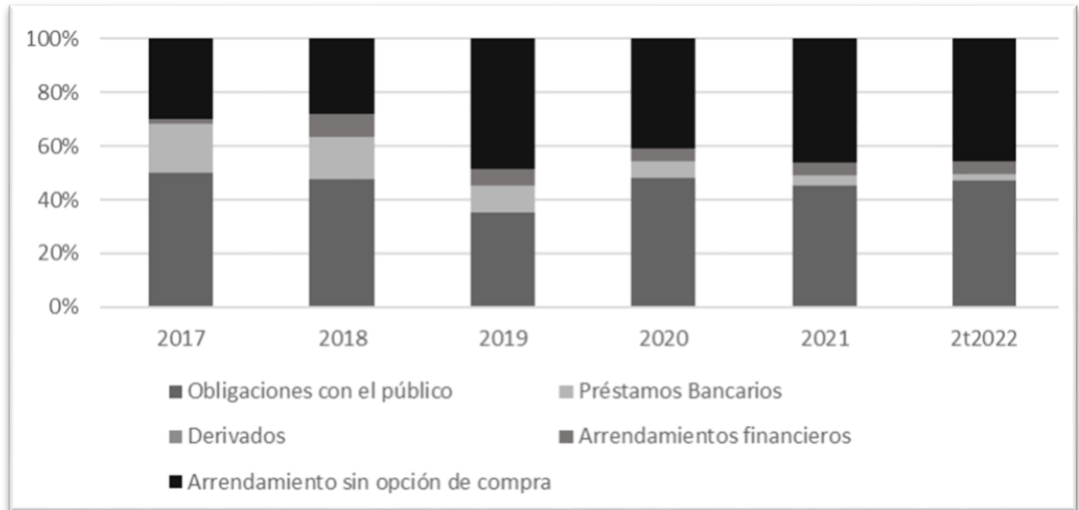
El periodo 2021 hubo una reducción importante del endeudamiento y una mayor cobertura de los gastos financieros debido a un mayor flujo de caja operacional y nivel de EBITDA. A lo anterior se suma la venta de OK Market, donde SMU percibió aproximadamente CLP \$49 mil millones por el valor del patrimonio de ese negocio. Una decisión proveniente de su plan estratégico.¹⁶

Esta evolución de los componentes de la deuda financiera se puede apreciar de mejor manera en la figura 6, que muestra gráficamente lo expuesto en los párrafos anteriores.

¹⁶ SMU S.A. (2022). Estados Consolidados al 31 de diciembre de 2021 y 2020 y por los años terminados en esas fechas de SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1647292170Estados_financieros_202112.pdf

Economía & Negocios

Figura 6: Componentes de la deuda financiera de SMU



Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los estados financieros de SMU

Una componente que merece una mención especial para efectos de los objetivos que persigue la valorización de SMU S.A. es “obligaciones con el público”. Esta habitualmente se movía entre el 45% del total de los pasivos financieros hasta el 50%, con la única excepción del 2019 donde bajó hasta el 35% (por el aumento pronunciado de los arrendamientos sin opción de compra).

A continuación, en la tabla 13 se detallarán los bonos emitidos en el mercado financiero que están vigentes a la fecha.

Economía & Negocios

Tabla 13. Bonos emitidos SMU S.A.

Nemotécnico	Fecha 1ª Transacción	Fecha de vencimiento	Moneda	Duration	Spread sobre libre de riesgo	Nominal remanente	Monto remanente UF
BSDSU-D	20-01-2011	10-11-2028	UF	5,29	1,83	1.000.000	1.108.625
BCSMU-B	09-06-2011	01-06-2032	UF	4,20	1,88	3.000.000	2.912.656
BCSMU-T	05-04-2018	15-02-2025	UF	1,26	1,75	3.500.000	2.995.762
BCSMU-W	20-06-2019	01-06-2040	UF	13,81	1,91	1.000.000	913.252
BCSMU-AK	19-06-2020	30-04-2025	UF	2,36	1,87	3.000.000	3.034.191
BCSMU-AL	23-12-2020	30-11-2024	UF	0,97	1,70	3.000.000	2.615.976
BCSMU-AO	15-03-2022	01-03-2027	UF	3,79	1,81	1.000.000	1.158.711
Totales				3,30	1,81	15.500.000	14.739.172

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

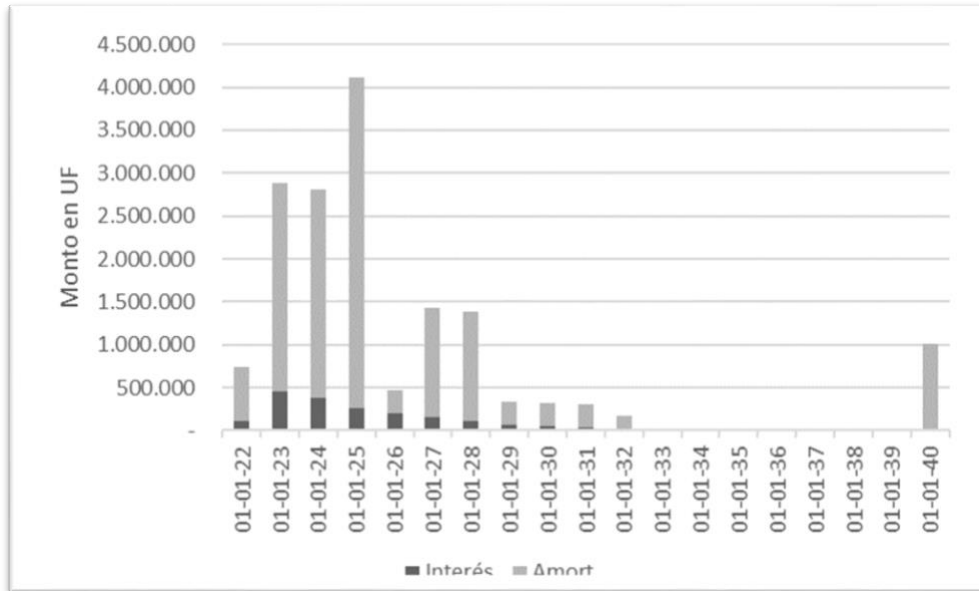
Estos instrumentos de deuda fueron colocados en distintas fechas a partir del 2011, siendo el de mayor plazo el BCSMU-W, con vencimiento para el año 2040. Los fondos provenientes de la colocación de este último se destinarán en su totalidad, al refinanciamiento de pasivos financieros de la Sociedad.¹⁷

Por último, se presentan en la figura 7, los compromisos de pago por intereses y amortización de los bonos, destacando la concentración de compromisos entre los años 2023 y 2025. Parte importante de la estrategia a seguir por parte de la administración va a ser resuelta con los niveles de spread detallados en la tabla 13 con lo cual, dependiendo de la aversión del riesgo de la empresa se optará por una estructuración financiera de corto o largo plazo.

¹⁷ SMU S.A. (2020). Memoria integrada 2019 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1585087455MemorialIntegradaSMU2019.pdf

Economía & Negocios

Figura 7: Intereses y amortizaciones de bonos emitidos por SMU



Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde www.riskamerica.com

3.2 Patrimonio económico

El patrimonio económico representa el valor que el mercado le asigna a la compañía o, dicho de otro modo, cómo este la valora. Dicho esto, para poder obtener este valor es necesario conocer el número de acciones suscritas y pagadas y multiplicarlo por el precio al que se transa la acción al cierre de cada periodo. Según la información de la Tabla 1. (Antecedentes de SMU S.A.), la compañía es una empresa abierta, cuyas acciones se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago y la Bolsa Electrónica y además es regulada por la Comisión para el Mercado Financiero, por lo que el dato del número de acciones en circulación se puede obtener desde los estados financieros publicados en la página web del regulador y el precio de la acción directamente de la web de la Bolsa de Comercio de Santiago.

En la tabla 14 se puede apreciar la valorización económica del patrimonio de la compañía desde el 2017 a junio del 2022.

Economía & Negocios

Tabla 14. Patrimonio económico de SMU S.A.

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Número de acciones (Miles)	5.372.577	5.772.577	5.772.577	5.772.577	5.772.577	5.772.577
Precio de la acción	186,28	190,00	146,98	107,00	86,00	87,00
Total \$MM	1.000.804	1.096.790	848.453	617.666	496.442	502.214
Total UF	37.346.010	39.788.071	29.970.157	21.247.290	16.018.514	15.178.673

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y la Bolsa de Comercio de Santiago.

De la tabla 14 se desprende un aumento del patrimonio económico de la compañía para el año 2018, explicado en gran parte por la colocación de 400.000.000 de acciones, como parte del proceso de apertura en bolsa iniciado el año 2017 (que consideró la emisión total de 2.486.486.486 acciones en distintas etapas). Luego a partir del año 2019 se puede observar una baja sostenida en la valorización del patrimonio económico de la compañía, explicado por la caída periodo a periodo del precio de la acción. Para el año 2019, un shock importante se vivió durante el periodo del estallido social, donde la acción llegó a caer -36,84% el día 13/11/2019, días ad portas en que se conociera el acuerdo político por una nueva constitución para el país. Finalmente dicho periodo cerraría con un precio de CLP 146,98.

En la figura 8 se puede apreciar el shock que significó el estallido social tanto para el mercado como para el precio de la acción de SMU.

Economía & Negocios

Figura 8: Caídas del precio de la acción de SMU y el IPSA durante el estallido social



Fuente: Mercados en línea, Inversiones Security.

Durante el año 2020 el precio de la acción continuaría con su tendencia a la baja de la mano con el mercado (IPSA), explicado principalmente por el efecto de la pandemia COVID-19. Sin embargo, el sector retail y en especial de supermercados fue uno de los menos perjudicados puesto que presenta una cobertura inherente a ciertos ciclos económicos.

A partir de Octubre 2020 con el fin de las cuarentenas, el IPSA comenzó a mostrar señales de recuperación liderado por el buen desempeño de las acciones con mayor ponderación como SQM-B, mientras que el precio de la acción de SMU siguió su tendencia a la baja, cerrando dicho año a un precio de CLP 107.

En la figura 9 se puede apreciar cuando se cruzan las curvas de evolutivo entre el precio de la acción de la compañía y el valor del IPSA.

Economía & Negocios

Figura 9: Desacople retornos IPSA y SMU



Fuente: Mercados en línea, Inversiones Security.

El año 2021 el precio de la acción seguiría cayendo, anotando su menor valor el 19/10/2021 por CLP 69,5. Ese año SMU cerraría con un precio de CLP 86, el cual se ha mantenido estable hasta la fecha de valoración (30/06/2022).

3.3 Valor económico

El valor económico es el resultado de sumar los componentes anteriormente mencionados y calculados. Para el valor de la deuda financiera se asumirá que es igual a su valor contable y en el caso del patrimonio económico igual a su valor bursátil. En la tabla 15, se presenta el Valor económico de SMU en UF.

Tabla 15. Valor económico de SMU S.A. en miles de UF

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Valor deuda financiera (B)	29.756	24.092	32.835	36.272	31.790	31.433
Patrimonio económico (P)	37.346	39.788	29.970	21.247	16.019	15.179
Valor económico (V)	67.102	63.880	62.805	57.519	47.808	46.611

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Economía & Negocios

Se puede observar una reducción sostenida del valor económico de SMU en el tiempo. Desde el inicio de la medición el año 2017 hasta junio del 2022. Esto se debe principalmente a la reducción del patrimonio económico, por la baja continua en el precio de la acción.

3.4 Estructura de capital: histórica y objetivo

Como última sección del capítulo 3, se procederá a calcular la Estructura de Capital Objetivo de la compañía, para lo cual se tomarán como insumo los datos de la tabla 15 y se calcularán los ratios de: Razón de Endeudamiento (B/V), Razón de Patrimonio (P/V) y Razón de Deuda a Patrimonio (B/P). En la tabla 16 se pueden apreciar los cálculos obtenidos.

Tabla 16. Estructura de capital de SMU S.A.

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Jun-22	E.C. Histórica	E.C. Histórica	E.C. Objetivo
							Promedio 2017- Jun 22	Promedio 2020- Jun 22	Promedio 2017- Jun 22
B/V	44,34%	37,71%	52,28%	63,06%	66,49%	67,44%	55,22%	65,66%	55,22%
P/V	55,66%	62,29%	47,72%	36,94%	33,51%	32,56%	44,78%	34,34%	44,78%
B/P	79,68%	60,55%	109,56%	170,71%	198,46%	207,08%	137,67%	192,08%	137,67%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Para poder argumentar la razón por la cual se escogió como estructura de capital el promedio de los ratios desde el periodo 2017 hasta junio 2022, se debe hacer un análisis desagregado de la evolución las razones financieras en el periodo histórico y relacionarlas con la declaración de intención de la compañía para el futuro expresada en sus memorias.

- Razón de endeudamiento a valor empresa (B/V): los primeros 2 años del periodo histórico (2017-2018), son fiel reflejo de los preceptos

Economía & Negocios

estratégicos del Plan CIMA, en que se buscaba una optimización de la estructura de capital con crecimiento en rentabilidad. El ratio disminuyó de 44,3% a 37,7%, debido a la disminución de la deuda por el prepago de los bonos internacionales y en mayor medida al aumento del patrimonio económico, generado por la apertura en bolsa el 2017 y la colocación de nuevas acciones el 2018. Luego el año 2019 aumenta de forma considerable por la adopción de la NIIF 16, regla que llegó para quedarse. El año 2020 se efectuó una colocación de bonos con motivo del refinanciamiento de la deuda actual, lo que le permitió a la compañía liberar caja para el financiamiento de sus inversiones.

- Razón de patrimonio a valor empresa (P/V): Los primeros 2 años del periodo histórico, muestran el efecto de cómo se valorizó la compañía con la apertura en bolsa y los posteriores aumentos de capital. El ratio aumentó desde 55,7% a 62,3%. Luego los años 2019 y 2020, se ve una abrupta reducción, explicado en gran medida a la caída sostenida en el precio de la acción de SMU de la mano con el mercado, por razones de estallido social y posterior pandemia. Ya en los últimos años del periodo histórico se ve una estabilización en el ratio a causa de la estabilización del precio de la acción.
- Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P): Tiene directa relación con la evolución de los ratios anteriores y se puede ver que, exceptuando los primeros dos años, esta se ha ido incrementando todo el periodo histórico, con un aumento abrupto el 2019, por las razones expuestas anteriormente.

Luego del análisis se puede argumentar que se ha escogido como Estructura de Capital Objetivo (E.C.O) el promedio de todo el periodo histórico (2017-jun 2022), debido a que existen distintos acontecimientos a lo largo de los años que distorsionarían y le restarían objetividad a una Estructura de Capital calculada en un periodo de tiempo más acotado. Por ejemplo, si se utiliza como periodo histórico los primeros 3 años (2017-2019) que coinciden con el plan CIMA, se

Economía & Negocios

estaría sobrevalorando el patrimonio económico de la compañía por los aumentos de capital en dichos periodos y se estaría minimizando el efecto de la NIIF 16 en el cálculo de la deuda financiera. De igual manera si se escogiera el periodo (2020-2022), que coincide con el siguiente plan estratégico trianual, se dejaría expuesta a la compañía a los shocks del 2019 y 2020 y se desconocería la gestión realizada en los periodos anteriores, que da cuenta de una verdadera declaración de intenciones.

Ante las fluctuaciones típicas de un periodo histórico con varios acontecimientos, se considera de mayor objetividad una estructura de capital calculada con un periodo de tiempo más amplio, que no sobredimensione las variables.

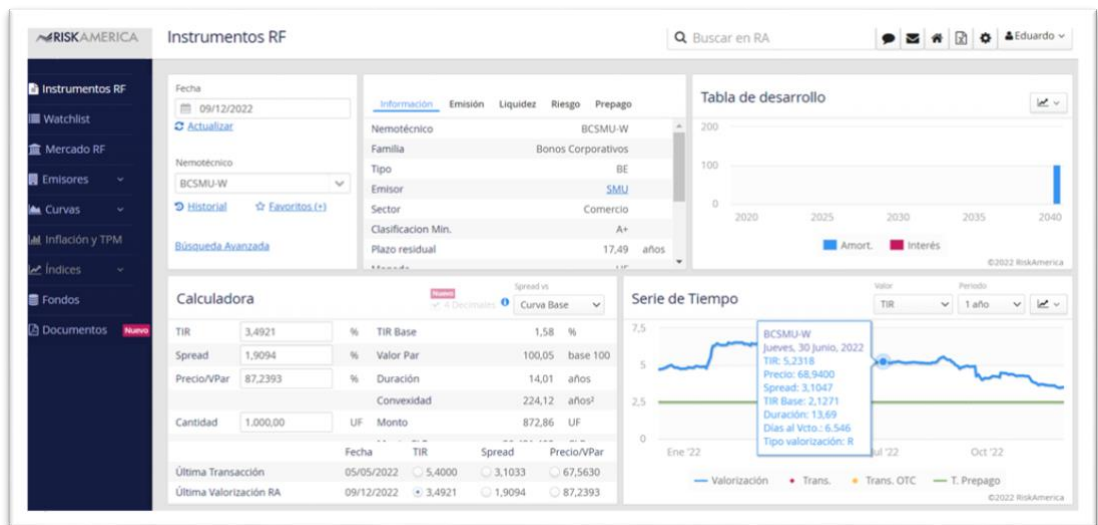
Economía & Negocios

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1 Costo de la deuda

Como bien se puede observar en la figura 10, de la información obtenida de RiskAmerica, plataforma que capta las tasas a las que se transan distintos instrumentos en bolsa, la tasa de descuento (K_b) que se le exige al bono BCSMU-W (el de más largo plazo de SMU S.A. con vencimiento para el 2040), es de UF+5,23% al cierre de junio del 2022.

Figura 10: Valorización bono BCSMU-W



Fuente: www.riskamerica.com

Este retorno medido en spread contra la tasa libre de riesgo (R_f) de igual duration es de 3,10% según la misma fuente.

4.2 Beta de la deuda

Para poder estimar el beta de la deuda (β_d) se utilizará el modelo de Capital Asset Pricing Model (CAPM), el cual se construye mediante la siguiente ecuación:

Economía & Negocios

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

Donde K_b es la tasa a la que se transa la deuda de la compañía.

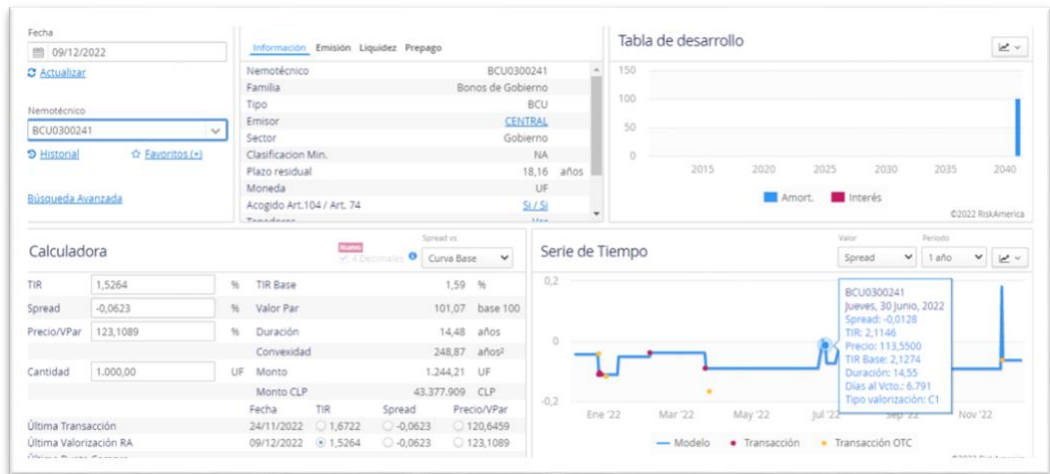
R_f es la tasa libre de riesgo.

β_d es el beta de la deuda.

PRM es el ratio premio por riesgo de mercado al primero de julio del 2022 obtenido de Damodaran.¹⁸

Respecto a la tasa libre de riesgo se analizó la información disponible en el mercado y se optó por tomar la valorización desde la página de RiskAmerica donde el BCU vigente de mayor duración se transaba con fecha 30-06-2022 a un nivel de UF+2.11% Lo antes expuesto se puede observar en la figura 11 presentada a continuación.

Figura 11: Valorización bono Banco Central similar duration de BCSMU-W



Fuente: www.riskamerica.com

¹⁸ Demodaran Online (2022). Premios por riesgo de mercado de países. Rescatado de <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Economía & Negocios

En la tabla 17 se puede apreciar un resumen de los datos a utilizar para el cálculo:

Tabla 17. Componentes cálculos beta de la deuda SMU S.A.

jun-22	
K_b	5,23%
R_f	2,11%
PRM	7,00%

Por último, al despejar la variable buscada y reemplazando las variables antes descritas, se puede obtener el siguiente resultado:

$$\beta_d = \frac{(K_b - R_f)}{PRM}$$

$$\beta_d = \frac{5,23\% - 2,11\%}{7,0\%}$$

$$\beta_d = 0,45$$

4.3 Estimación del beta patrimonial

Para poder estimar el beta de la acción de SMU S.A. (β), o la sensibilidad del retorno de la acción de SMU ($R_{t,i}$) a la variación marginal del retorno de mercado ($R_{t,m}$) se procederá a “correr” un modelo de regresión lineal, utilizando la ecuación de mercado o CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde $R_{t,i}$ es el retorno semanal de la acción.

$R_{t,m}$ es el retorno semanal del mercado (IPSA).

α es el activo libre de riesgo (intercepto de la ecuación).

$\varepsilon_{t,i}$ es el término de error del modelo.

Economía & Negocios

Para determinar el beta de SMU S.A., se utilizará el precio de cierre del viernes de cada semana desde el 1 de julio 2020 al 30 de junio 2022 tanto para la acción de la compañía como para el mercado donde se transa (IPSA). Con estos datos se calcularán los retornos logarítmicos, con los cuales se espera desarrollar el modelo.

En la tabla 18 se resumen los valores importantes obtenidos del análisis antes descrito:

Tabla 18. Resultados de la regresión

jun-22	
Beta de la acción $\beta_p^{c/d}$	0,88
P-value	0,00
Nº observaciones	103
R ²	0,29
Presencia bursátil	99,44%

El Beta de la acción resultante es de 0,88, lo cual quiere decir que ante una variación del 1% del retorno semanal del IPSA, el retorno semanal de la acción variará en un 0,8828%, el P-value es de 0, es decir, que el modelo es estadísticamente significativo. La presencia bursátil es de 99,44% (casi un 100%), lo cual quiere decir que es una acción líquida y que se puede vender fácilmente, por lo que para los próximos cálculos no será necesario calcular un premio por iliquidez.

El resultado de este procedimiento es el siguiente:

$$R_{t,i} = -0,0049 + 0,8828 * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Economía & Negocios

4.4 Beta patrimonial sin deuda

Para desapalancar el beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{c/d}$), calculado en la sección anterior, se procederá a utilizar la fórmula de Rubinstein (1973) y despejar la variable $\beta_p^{s/d}$, cuyo objetivo es eliminar el riesgo financiero, para dejar el riesgo puro del negocio. El procedimiento sigue de la siguiente manera:

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

Donde $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda calculado en la sección 4.3.

$\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial desapalancado.

B_d es el beta de la deuda calculado en la sección 4.2.

$\frac{B}{P}$ es el ratio deuda/patrimonio histórico (2020 – jun 2022).

t_c es la tasa de impuesto corporativo vigente.

En la tabla 19 se puede apreciar un resumen de los datos a utilizar para el cálculo:

Tabla 19. Componentes cálculos beta patrimonial sin deuda SMU S.A.

	jun-22
$\beta_p^{c/d}$	0,88
t_c	27%
B_d	0,45
$\frac{B}{P}$	1,92

Despejando $\beta_p^{s/d}$ y reemplazando los valores calculados en secciones anteriores, se llega al siguiente resultado:

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

Economía & Negocios

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,88 + 0,45 * (1 - 0,27) * 1,92}{[1 + (1 - 0,27) * 1,92]}$$

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

4.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para esta sección se debe seguir el proceso inverso al anterior, ya que se debe determinar el valor del beta patrimonial, pero esta vez apalancado con la estructura de capital objetivo de SMU S.A. determinada en la sección 3.4 ($\beta_p^{c/d}$).

De manera de anticipar el resultado, el equipo determinó que la estructura de capital objetivo para los próximos años de la compañía es la misma que el promedio histórico (2017 – jun 2022), por las razones expuestas en dicha sección, por lo que al llevar a cabo el cálculo mediante la misma fórmula de Rubinstein (1973) se llegará como resultado al valor de (0,81).

En la tabla 20 se puede apreciar un resumen de los datos a utilizar para el cálculo:

Tabla 20 Componentes cálculos beta patrimonial apalancado SMU S.A.

	jun-22
$\beta_p^{s/d}$	0,63
t_c	27%
B_d	0,45
$\frac{B}{P}$	1,38

Utilizando la fórmula con el ratio deuda/patrimonio objetivo, se obtendrá:

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

$$\beta_p^{\frac{c}{d}} = 0,63 * [1 + (1 - 0,27) * 1,38] - 0,45 * (1 - 0,27) * 1,38$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,81$$

Economía & Negocios

4.6 Costo patrimonial

Uno de los insumos más importantes para poder estimar el WACC es el costo patrimonial (K_p) o dicho de otro modo la tasa que deben incurrir los accionistas para invertir en el negocio. Para poder calcularlo se utilizará el fórmula de mercado o CAPM:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

Donde K_p es el costo patrimonial.

R_f es la tasa libre de riesgo de duración más alta en UF al cierre de junio del 2022, nemotécnico BCU0300241 extraído desde Riskamerica.

$\beta_p^{c/d}$ es el beta del patrimonio apalancado según la estructura de capital objetivo, calculada en la sección anterior.

PRM es el ratio premio por riesgo de mercado utilizado en la sección 4.2.

En la tabla 21 se puede apreciar un resumen de los datos a utilizar para el cálculo:

Tabla 21. Componentes cálculos beta patrimonial apalancado SMU S.A.

	jun-22
R_f	2,11%
PRM	7,00%
$\beta_p^{c/d}$	0,81
$\frac{B}{P}$	1,38

Utilizando la fórmula con el ratio deuda/patrimonio objetivo, se obtendrá:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

$$K_p = 2,11\% + 0,81 * 7,00\%$$

$$K_p = 7,79\%$$

Economía & Negocios

4.7 Costo de capital

El WACC es la tasa que representa el costo de oportunidad de un determinado proyecto y/o inversión, con la cual se traen a valor presente los flujos proyectados del negocio para poder saber si el negocio crea valor.

Para su cálculo se utilizará la siguiente fórmula:

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

En la tabla 22 se puede apreciar un resumen de los datos a utilizar para el cálculo:

Tabla 22. Componentes cálculos costo de capital SMU S.A.

jun-22	
K_p	7,79%
$\frac{P}{V}$	44,78%
K_b	5,23%
T_c	0,27
$\frac{B}{V}$	55,22%

Utilizando la fórmula descrita y reemplazando los valores de la tabla:

$$K_0 = 0,0779 * 0,4478 + 0,0523 * (1 - 0,27) * 0,5522$$

$$K_0 = 5,60\%$$

Economía & Negocios

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

5.1 Análisis de crecimiento de la empresa

Para comenzar con el análisis de crecimiento de SMU, es importante realizar algunas aclaraciones que facilitarán la comprensión de la información contenida en las próximas tablas:

- Todos los datos contenidos en las tablas estarán expresados en la Unidad de Fomento al cierre de cada periodo, con el objetivo de calcular la variación real de cada una de las componentes, considerando de esta manera, el aumento sostenido del costo de la vida en el periodo histórico de análisis (2017-Junio 2022).
- Los segmentos de negocio de SMU son: Unimarc (ventas minoristas), Mayoristas (Alvi, Mayorista 10 y Super 10) y otros (E-Grocery, la tienda oscura en Los Dominicos, además de todos los ingresos distintos a los generados por los formatos operacionales de la compañía). Adicionalmente se cuenta con una segmentación geográfica: Supermercados Chile, que agrupa todos los segmentos anteriormente mencionados y Supermercados Perú (Maxiahorro y Mayorsa).¹⁹
- El último periodo (Jun-22) se encuentra anualizado (se le restó el primer semestre 2021 al año 2021 y se adicionó el primer semestre 2022).

¹⁹ SMU S.A. (2021). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2020 y 2019 y por los años terminados en esas fechas SMU S.A. Disponible <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76012676&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAABzMAAB&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Economía & Negocios

- En la sección 2.1.1. del presente informe (antecedentes del negocio e historia), se menciona la venta de la filial Construmart S.A. el primer semestre del 2018, por lo que este segmento, a partir del EEFF 2017, aparece como un activo disponible para la venta, por lo que para efectos de este análisis no tiene ningún efecto (los resultados de Construmart se consolidan en la línea “utilidad (pérdida) del periodo de operaciones descontinuadas”).
- Hasta el periodo 2020, se consideraba como segmento de negocio, a la tienda por conveniencia “OK Market”, la cual fue vendida el primer semestre del año 2022 al grupo mexicano FEMSA (dueños de OXXO en Chile), pero que a partir de los EEFF 2021 se presenta como “activos mantenidos para la venta”. En la segmentación presentada a continuación, los ingresos generados por OK Market forman parte de “Otros” hasta el 2020.

Dicho lo anterior, en la tabla 23 se pueden apreciar los ingresos generados por los segmentos operativos de la empresa, durante el periodo histórico de esta valoración. Esta información se complementa con la tabla 24, la cual muestra la variación porcentual de los ingresos periodo tras periodo y por cada unidad de negocio:

Tabla 23. Ingresos por segmento de negocios SMU S.A. en miles de UF

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Unimarc	58.853	57.924	56.012	53.904	55.918	55.732
Mayoristas	21.313	21.157	20.909	21.362	21.812	22.909
Otros	2.468	2.528	2.395	674	442	311
Chile	82.634	81.609	79.317	75.940	78.172	78.953
Perú	1.610	1.662	1.821	1.971	1.613	1.665
Total	84.243	83.270	81.139	77.911	79.786	80.618

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Economía & Negocios

Tabla 24. Variación ingresos por segmento de negocios SMU S.A

Análisis de Ingresos	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM	Jun-22 UDM / Dic-17
Unimarc	0,63%	-1,58%	-3,30%	-3,76%	3,74%	-0,33%	-5,30%
Mayoristas	-2,34%	-0,73%	-1,17%	2,16%	2,11%	5,03%	7,49%
Otros	-2,96%	2,43%	-5,23%	-71,85%	-34,44%	-29,58%	-87,38%
Chile	-0,26%	-1,24%	-2,81%	-4,26%	2,94%	1,00%	-4,45%
Perú	11,02%	3,24%	9,61%	8,21%	-18,15%	3,22%	3,46%
Total	-0,07%	-1,15%	-2,56%	-3,98%	2,41%	1,04%	-4,30%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados de SMU S.A.

Entre los años 2017 y 2018, se aprecia un descenso en las ventas en términos reales, lo cual se puede explicar en gran medida por un aumento en el IPC del periodo por sobre métricas como “apertura de nuevos locales” en Chile y el aumento del ticket promedio (desembolso de clientes por compra) en Perú.

El año 2019, también se observa un descenso en términos reales, explicado en gran parte por la caída del último trimestre de dicho periodo a causa del estallido social. De hecho, es importante mencionar que los ingresos del 2019 y 4T19 incluyen el reconocimiento de CLP 8.493 millones correspondientes a una estimación del pago del seguro por lucro cesante por los locales que estuvieron cerrados producto del estallido social. En este sentido, los ingresos del 2019 no son del todo comparables con los del 2018.

El periodo 2020 se ve una caída más pronunciada en términos reales. Este año se cerraron siete locales Unimarc, tres locales de Mayorista 10, un local de Alvi y dos tiendas de OK Market. Todos estos cierres corresponden a locales que sufrieron daños significativos en el contexto de la crisis social en Chile del año anterior.

El año 2021, la compañía experimenta una fuerte recuperación, de la mano de la economía chilena por las reaperturas iniciadas el segundo semestre 2020 y por el fuerte aumento del consumo de las familias, a causa de exceso de liquidez por las transferencias del gobierno y los retiros de fondos previsionales. Este año el crecimiento en términos reales fue de 2,4% en las ventas totales, donde el gran

Economía & Negocios

actor fue Unimarc (negocio tradicional de SMU), el cual experimentó un crecimiento del 3,7%, superior al crecimiento del segmento mayorista (2,1%). El desempeño del negocio tradicional de alguna manera le restó importancia a la caída del segmento “otros” por el proceso de venta de OK Market y la fuerte caída de las ventas en Perú (18,1%), a causa de las restricciones sanitarias.

Es importante mencionar que en este periodo se ve una fuerte caída en número de locales respecto al periodo anterior, pero esto se explica por el proceso de venta de OK Market, que implica que todos los activos relacionados a dicho segmento pasaron a la partida “activos mantenidos para la venta”.

Para complementar esta información y a modo de dimensionar el aporte relativo de cada uno de los segmentos de negocios a los ingresos de la compañía, en la tabla 25 se puede apreciar el peso que tiene cada uno, en relación con las ventas totales de cada periodo:

Tabla 25. Peso relativo de cada segmento de negocio de SMU S.A.

Análisis de Ingresos en %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Unimarc	69,86%	69,56%	69,03%	69,19%	70,09%	69,13%
Mayoristas	25,30%	25,41%	25,77%	27,42%	27,34%	28,42%
Otros	2,93%	3,04%	2,95%	0,87%	0,55%	0,39%
Chile	98,09%	98,00%	97,76%	97,47%	97,98%	97,93%
Perú	1,91%	2,00%	2,24%	2,53%	2,02%	2,07%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

En la tabla 26 se observa la evolución (aperturas y cierres) de los locales y tiendas de los distintos segmentos a lo largo del periodo histórico en estudio.

Economía & Negocios

Tabla 26. Número de locales de los distintos segmentos de SMU

Nº de locales	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Unimarc	289	289	292	283	283	281
Mayoristas	100	99	99	95	96	95
OK Market	113	117	122	123		
Chile	502	505	513	501	379	376
Perú	24	24	24	25	26	27
Total	526	529	537	526	405	403

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Análisis Razonados de SMU S.A.

Se puede destacar un cierre importante de supermercados Unimarc para el año 2020, con motivo del cierre definitivo por daños irreparables ocasionados por las manifestaciones y posteriores actos vandálicos de octubre 2019. También se ve la fuerte disminución de los supermercados en Chile por la venta de OK Market, de una cantidad de 501 locales para diciembre 2020 a 379 para el mismo mes el año siguiente.

En la tabla 27 se puede apreciar la variación de ingresos interanual de los mismos locales de la compañía (sin contar las nuevas aperturas) durante el periodo histórico de valoración:

Tabla 27. Variación Same Store Sales

Variación interanual	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Unimarc	0,59%	-1,16%	-3,20%	-1,69%	3,49%	6,94%
Mayoristas	-2,41%	0,54%	-0,70%	8,51%	2,29%	15,84%
Otros	1,99%	-0,46%	-1,00%	1,61%	-6,61%	-6,76%
Supermercados Chile	-0,21%	-0,76%	-2,70%	1,21%	2,89%	9,44%
Supermercados Perú	9,89%	5,24%	0,30%	0,61%	-5,81%	-1,86%
Total Supermercados	-0,01%	-0,76%	-2,50%	1,31%	2,39%	9,44%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Análisis Razonados

Esta métrica muestra resultados similares a la tabla 24 (variación de ingresos), sin embargo, es importante destacar el periodo 2020, que muestra una caída de

Economía & Negocios

ingresos total del 3,8%, mucho más pronunciada que la métrica de SSS (same store sales por sus siglas en inglés) que muestra solamente una caída del 1,7%, lo cual se debe, a la venta del negocio de OK Market, que implicó el cierre de varios locales comerciales.

La información anterior se puede complementar con la tabla 28, en la cual se puede apreciar la evolución de ventas por metro cuadrado:

Tabla 28. Ventas mensuales en UF por metro cuadrado

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22UDM
Supermercados Chile	11,56	11,69	13,32	13,45	13,97	14,03
Supermercados Perú	7,13	7,36	7,97	8,62	7,36	7,48
Total Supermercados	11,42	11,56	13,13	13,27	12,59	13,78

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados de SMU S.A.

En esta tabla se observa un crecimiento sostenido de esta variable a lo largo de los años, exceptuando por una caída el año 2021 en Supermercados Perú, lo cual se podría explicar por las restricciones de tipo sanitarias impuestas en dicho país.

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

Para comenzar esta sección es importante reforzar algunos antecedentes e historia de la empresa, mencionados con anterioridad en la sección 2.1.1.

Algunos años antes del 2014, SMU había concretado una serie de adquisiciones de otras cadenas de supermercados regionales, que le habían permitido crecer de forma importante pero inorgánica, con ciertas dificultades en su proceso de integración, sumado al alto apalancamiento financiero y un deterioro en sus resultados. Es por ello que, a partir del año 2014 se comenzaría a ejecutar el plan estratégico trienal (2014-2016), con foco en la optimización operacional y la

Economía & Negocios

reestructuración financiera de la compañía, el cual se concretaría con la exitosa apertura en bolsa del año 2017, que le permitiría levantar recursos nuevos para el financiamiento de estos fines.²⁰

Desde ahí en adelante que la eficiencia operacional siempre ha sido un pilar estratégico, que se ha fortalecido plan tras plan. El plan estratégico CIMA (2017-2019), que coincide con la primera mitad del periodo histórico de valoración, persiguió como objetivo principal, controlar los gastos operacionales (gastos de distribución más gastos de administración) y mejorar la disponibilidad de los productos en los locales. Para la consecución de estos objetivos se desarrollaron algunas iniciativas, como el aumento en la centralización y la expansión de la red logística. Durante este periodo se inauguraron 3 nuevos centros de distribución y se renovó la infraestructura logística en otros. Todas estas iniciativas generaron un aumento del 40% en los metros cuadrados de la cadena logística de SMU.²¹

Para el plan trienal (2020-2022) la eficiencia operacional tiene fuerte foco en la digitalización, el rediseño de procesos y la incorporación de herramientas tecnológicas, tanto en las tiendas como en su red logística. Dentro de las iniciativas desarrolladas, están la implementación de sistemas de gestión de turnos en sus operaciones en Chile. También aumentó el número de tiendas con cajas de autoservicio (que ayuda a mejorar la experiencia de clientes, otro de los focos estratégicos). Respecto a la cadena logística, se terminó de implementar el TMS (Transportation Management System) en toda la red de Chile, permitiendo lograr un uso más eficiente de transportes y mejorando los procesos de planificación de rutas y carga de camiones. Adicionalmente se implementó un

²⁰ SMU S.A. (2022). Nuestra empresa. Recuperado de <https://www.smu.cl/nosotros/nuestra-empresa/>

²¹ SMU S.A. (2019). Memoria anual 2018 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1561562673SMUMemoriaAnual2018.pdf

Economía & Negocios

sistema de voice picking en cuatro centros de distribución, mejorando la eficiencia en procesos de preparación de pedidos.²²

En la tabla 29 se puede apreciar de forma numérica la evolución real de los costos y gastos operacionales de la empresa en el periodo histórico de valoración. Esta se complementa con la tabla 30, donde se ve la evolución en relación con los ingresos de la compañía y cómo estos ratios han ido disminuyendo con el tiempo, dejando consecuentemente un margen mayor desde el punto de vista operacional:

Tabla 29. Evolución histórica de costos y gastos operacionales en miles de UF

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22UDM
Costo de ventas	60.456	59.553	57.053	54.941	56.520	57.229
Costos de distribución	921	1.030	1.107	1.059	1.014	1.077
Gastos de administración (Sin Depreciación ni Amortización)	17.566	17.155	15.984	15.702	14.956	14.844
Total	78.943	77.738	74.144	71.701	72.490	73.150

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados de SMU S.A.

Tabla 30. Evolución histórica de costos y gastos operacionales en relación con ingresos

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Costo de ventas	71,76%	71,52%	70,32%	70,52%	70,84%	70,99%
Gastos de distribución	1,09%	1,24%	1,36%	1,36%	1,27%	1,34%
Gastos de administración (Sin Depreciación ni Amortización)	20,85%	20,60%	19,70%	20,15%	18,75%	18,41%
Total	93,71%	93,36%	91,38%	92,03%	90,86%	90,74%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados de SMU S.A.

Tanto en la tabla 29 como en la 30, se aprecian bajas desde el 2017 a junio del 2022, donde costos y gastos operacionales bajan su ponderación desde un

²² SMU S.A. (2019). Memoria anual 2018 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1561562673SMUMemoriaAnual2018.pdf

Economía & Negocios

93,7% a un 90,7% de los ingresos. Significando con ello una mejora en el margen operacional.

Respecto a los gastos de distribución se observa un aumento sostenido desde el periodo 2017 al 2019, debido al mayor costo en combustible, al aumento del tipo de cambio e inflación, pero principalmente al aumento en la centralización de la distribución que se encuentra desarrollando en todos los formatos según el plan estratégico CIMA.²³

Esta centralización consiste en utilizar los centros de distribución de SMU a lo largo de Chile para mejorar la gestión de inventarios y la disponibilidad de productos en sus tiendas. Como iniciativa relacionada está la expansión y optimización de la red logística, así como el aumento en la capacidad de almacenamiento de productos frescos (perecibles).

El año 2020 se aprecia una leve baja en los gastos de distribución (4,35%) y una estabilización con relación a los ingresos (1,4%), debido principalmente a la baja del petróleo los primeros meses de aquel año que afectó positivamente en la aplicación del polinomio en la tarifa del transporte. Esta baja se mantendría para el 2021 en menor medida (4,2%).

Los gastos de administración (excluyendo la depreciación y amortización) disminuyen de forma sostenida durante todo el periodo histórico de valoración, sin embargo, el año 2019 se aprecia una caída más profunda (6,82%) debido a la implementación de la NIIF 16, como bien se dijo en la sección 3.1. (deuda financiera). El principal motivo en la reducción en este ítem a lo largo de periodo se debe a la reducción de la dotación con motivo de la estandarización y automatización en las tiendas como parte del eje de eficiencia de operacional de los dos planes trienales ejecutados.

²³ SMU S.A. (2019). Memoria anual 2018 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1561562673SMUMemoriaAnual2018.pdf

Economía & Negocios

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Dentro del resultado no operacional a nivel agregado de la compañía, es importante diferenciar entre los elementos recurrentes de los no recurrentes para poder tener esta información en consideración para las proyecciones futuras. En las tablas 31 y 32, se puede apreciar por un lado la evolución histórica de los costos y gastos no operacionales en el periodo histórico (2017-Jun 2022) y esta misma evolución en relación con los ingresos de SMU:

Tabla 31. Evolución histórica de costos y gastos no operacionales en Miles de UF

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Otras ganancias (pérdidas)	126	-386	-298	-283	-475	435
Ingresos financieros	38	46	27	32	53	186
Costos financieros	2.468	2.033	1.768	1.681	1.545	1.494
Participación en asociadas y negocios conjuntos	-73	-108	-118	-33	2	4
Diferencias de cambio	302	24	17	-21	5	5
Resultados por unidades de reajuste	-373	-650	-403	-390	-927	-248
Total	2.449	3.108	2.543	2.376	2.887	1.112

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados de SMU S.A.

Economía & Negocios

Tabla 32. Evolución histórica de costos y gastos no operacionales en relación con ingresos

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Otras ganancias (pérdidas)	0,15%	-0,46%	-0,37%	-0,36%	-0,60%	0,54%
Ingresos financieros	0,05%	0,06%	0,03%	0,04%	0,07%	0,23%
Costos financieros	2,93%	2,44%	2,18%	2,16%	1,94%	1,85%
Participación en asociadas	-0,09%	-0,13%	-0,15%	-0,04%	0,00%	0,00%
Diferencias de cambio	0,36%	0,03%	0,02%	-0,03%	0,01%	0,01%
Resultados por unidades de reajuste	-0,44%	-0,78%	-0,50%	-0,50%	-1,16%	-0,31%
Total	2,91%	3,73%	3,13%	3,05%	3,62%	1,38%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados de SMU S.A.

Las tablas 31 y 32 confirman que la partida más relevante es “Costos financieros” y de la cual se puede mencionar que ha ido disminuyendo de forma sostenida en el tiempo, gracias a la especial preocupación que ha tenido la empresa en este ámbito (pilar fundamental del plan CIMA). El año 2018 los Costos financieros disminuyeron un 17,6%, en gran parte explicado por el prepago total del bono internacional durante el primer semestre de dicho año. Al año siguiente se ve una disminución importante del 13%, relacionado con la aplicación de la NIIF 16.

Otra partida relevante que compone los costos y gastos no operacionales es “Resultados por unidades de reajuste”, la cual se refiere principalmente a los préstamos en UF que devengan intereses. Los periodos que registran variaciones importantes son el 2018 y el 2021, años en que hay un fuerte efecto inflacionario y aumento en los pasivos denominados en UF.

5.4. Análisis de márgenes de la empresa

Luego de realizar un análisis en profundidad de las distintas partidas que componen el Estado de Resultados a lo largo de los años del periodo histórico, haciendo fuerte hincapié tanto en los ingresos como en los costos y gastos operacionales, se presenta la tabla 33 con el evolutivo de las razones de

Economía & Negocios

resultados y rentabilidad, esto con el objetivo de poder utilizar estas tendencias en el desarrollo de las proyecciones de las secciones venideras:

Tabla 33. Razones de rentabilidad

%	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Margen bruto	28,24%	28,48%	29,68%	29,47%	29,15%	28,98%
Margen operacional	4,16%	4,47%	4,87%	4,29%	5,90%	6,09%
Margen neto	1,16%	1,45%	1,51%	1,14%	2,83%	4,45%
ROA	1,38%	1,83%	1,66%	1,18%	3,15%	5,29%
ROE	4,44%	4,78%	4,79%	3,56%	9,28%	15,46%
Margen Ebitda	6,29%	20,60%	19,70%	20,15%	18,75%	18,41%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados de SMU S.A.

Como es de esperar el margen bruto (resultado bruto/ingresos) se ha mantenido estable en el tiempo, en torno al 29%, mientras que el margen operacional ha mostrado una tendencia al alza, exceptuando los años 2020 y 2021, que salen de norma, debido a los efectos generados por la pandemia COVID-19. Este mejoramiento en el resultado operacional (EBIT) se genera como consecuencia de la consecución de los distintos planes estratégicos desarrollados por la compañía, cuyo foco principal ha sido la optimización de la operación, desarrollando distintas iniciativas tendientes a mejorar sus procesos, sobre todo en el ámbito de la distribución, sistematización y utilización de tecnologías.

De la mano con las mejoras desde el punto de vista operacional, la compañía también ha tomado decisiones respecto a su estructura financiera, generando mayor caja por medio de la apertura en bolsa, pago de deuda en moneda extranjera y refinanciamiento de pasivos, lo que ha permitido mejorar en el margen EBITDA y resultado neto de SMU. También se han incrementado los ratios de rentabilidad como el ROA (retorno sobre los activos) y el ROE (retorno sobre el patrimonio, lo que hacen mejorar las perspectivas que los distintos stakeholders tienen para la compañía, entre ellos las Clasificadoras de Riesgo.

Economía & Negocios

5.5. Análisis de los activos de la empresa

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

En función a las características de la operación de la empresa, se clasificaron las principales partidas de activos del balance financiero, entre las que son parte directa del rubro de la compañía y las que son producto de las áreas de apoyo al negocio. Para apreciar de mejor manera, se confeccionó la tabla 34 a continuación.

Tabla 34. Clasificación de los activos de SMU S.A.

Tipo de activos corrientes (En miles de UF)	Al 30/Jun/22	Operacional	No operacional
Efectivo	1.489	x	
Equivalentes al efectivo y Otros activos financieros, corrientes	2.144		x
Otros activos no financieros, corrientes	1.275	x	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	811	x	
Inventarios	7.803	x	
Activos por impuestos corrientes	321	x	
Total	13.843		

Tipo de activos no corrientes (En miles de UF)	Al 30/Jun/22	Operacional	No operacional
Otros activos financieros, no corrientes	12		x
Otros activos no financieros, no corrientes	74	x	
Cuentas por cobrar, no corrientes	1.246	x	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	404	x	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.942	x	
Plusvalía	14.310	x	
Propiedades, plantas y equipos, neto	22.249	x	
Activos por impuestos diferidos	13.618		x
Total	53.854		

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde plataforma Eikon el 21-01-23

Describir cada ítem mencionado anteriormente, puede clarificar de mejor manera la naturaleza operativa de la no operativa. Como se presenta a continuación.

Economía & Negocios

- Efectivo: Esta cuenta corresponde a efectivo en caja y saldos en bancos debido a que se usan para pagar por los inventarios y mantener sencillo para otorgar vuelto de las compras es parte del negocio principal de la empresa. Por lo que corresponde a un activo operacional.
- Equivalentes al efectivo y Otros activos financieros, corrientes: La cuenta es no operacional ya que corresponde a inversiones de corto plazo para rentabilizar el efectivo y operaciones de derivados usadas como cobertura de monedas lo cual no corresponde al rubro principal de la empresa.
- Otros activos no financieros, corrientes: Los principales ítems de esta categoría están representados por IVA crédito fiscal y anticipos a proveedores extranjeros. Debido a que son desembolsos necesarios para la compra de mercancías es que forma parte integrante de los activos operacionales.
- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes: La mayor parte de esta cuenta está representada por ventas que se pagan a plazo por lo que claramente es parte de los activos operacionales de la compañía.
- Inventarios: Esta cuenta contiene las mercancías transadas por la compañía por lo que corresponde al principal rubro de explotación de SMU. Es operacional.
- Activos por impuestos corrientes: dado que los activos por impuestos son generados por la operación principal de la compañía forman parte de los activos operacionales.
- Otros activos financieros, no corrientes: Estos activos al no estar vinculados con la naturaleza primaria del negocio no son operativos.
- Otros activos no financieros, no corrientes: Este ítem corresponde principalmente a garantías por arriendos. Al ser estos últimos necesarios para la generación de flujos es parte integrante de los activos operativos.
- Cuentas por cobrar, no corrientes: La principal incidencia dentro de esta partida contable se ve representada por los deudores comerciales por lo que es de naturaleza operativa.

Economía & Negocios

- Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: Corresponden a participaciones minoritarias de empresas con relacionadas por lo que es parte de los activos operativos de la compañía.
- Activos intangibles distintos de la plusvalía: Esta partida contable esta explicada en softwares y la valorización de marcas. Debido a la necesidad de los mismos para la generación del negocio son categorizados como operativos.
- Plusvalía: Esta cuenta representa la sinergia lograda por la compra y fusión de operaciones llevada a cabo por el crecimiento inorgánico de la década pasada. Al generar lo antes mencionado eficiencias recurrentes y futuras es que corresponde a una partida operacional.
- Propiedades, plantas y equipos, neto: Este segmento del balance se ve altamente representado por maquinaria derechos de uso de propiedades e instalaciones fijas y accesorias las que sí son necesarias para poder explotar la operación por lo que debe ser categorizada como una partida operacional.
- Activos por impuestos diferidos: Estas se producen por pérdidas fiscales de la compañía lo que retrasa el pago de impuestos al igual que la consolidación de pérdidas de empresas adquiridas. Dado lo anterior esta cuenta se clasifica como no operacional.

Economía & Negocios

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

Producto de la segmentación descrita en el punto anterior se separan todos los activos operativos de la compañía, es decir, los que se necesitan para poder generar la explotación del negocio, luego se hace el mismo ejercicio para los años anteriores.

Por el lado de los pasivos se realizó la misma dinámica, donde se registraron exclusivamente los pasivos operativos. Producto de la diferencia con los activos operativos se obtiene el capital de trabajo operativo neto (CTON) para cada año al igual que su fluctuación interanual.

Tabla 35. Capital de trabajo operativo neto histórico de SMU S.A.

En miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 ¹
Activos operacionales:	18.487	13.503	12.791	17.526	15.493	11.699
Efectivo	4.125	2.998	1.795	6.801	2.120	1.489
Otros activos no financieros, corrientes	5.064	1.087	1.652	2.420	3.873	1.275
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	1.488	1.743	1.804	1.475	1.591	811
Inventarios	7.245	7.072	6.914	6.492	7.482	7.803
Activos por impuestos corrientes	565	603	625	338	428	321
Pasivos operacionales:	14.966	15.918	14.654	13.450	15.205	12.998
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	14.184	15.152	13.646	12.588	14.430	12.378
Otras provisiones, corrientes	125	120	134	72	71	75
Pasivos por impuestos, corrientes	48	9	275	258	211	10
Otros pasivos no financieros, corrientes	608	637	599	532	493	535
CTON	3.520	-2.415	-1.863	4.075	288	-1.298
Ingresos operacionales	84.243	83.270	81.139	77.894	78.313	79.210
RCTON (en %)	4,18%	-2,90%	-2,30%	5,23%	0,37%	-1,64%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde plataforma Eikon el 21-01-23

Del análisis de la tabla 35 se desprende que al inicio del periodo registrado contaba con un CTON positivo el cual disminuyó los años 2018 y 2019 explicado principalmente por la pandemia del COVID y la crisis social vivida. Una vez pasados los problemas se aprecia un nuevo incremento del capital de trabajo y

Economía & Negocios

la preservación del efectivo de manera de poder hacer frente a posibles nuevos problemas. Por último, a junio del 2022, nuevamente la empresa vuelve a mostrar un CTON negativo muy influenciado por la baja en las cuentas por pagar, las cuales variaron negativamente en cerca de UF 2 millones. Finalmente se aprecia que tanto el CTON como el RCTON dependen de la estrategia de la compañía y que se debe seguir muy de cerca la estrategia trianual de manera de poder proyectar sus necesidades de capital.

5.5.3. Inversiones

El crecimiento inorgánico potente realizado por la compañía la década pasada genero por un lado ganar una posición de mercado relevante y a la vez convertirse en el tercer actor en términos de ventas, pero por otra desencadenó un alto nivel de apalancamiento financiero el cual provocó problemas debido a que no se lograron las eficiencias operacionales que buscaban. Producto de lo descrito es que, desde el plan trianual del 2014 en adelante, más que enfocarse en inversiones de capital o expansiones, pusieron el foco en la eficiencia operacional y la disminución del endeudamiento. No obstante, lo anterior, la empresa siempre ha estado consciente de lo importante de la mantención de los activos por lo que se ve en la tabla 36, que si bien el 2017 y 2018 fueron años donde no se reinvertió el capital necesario para reinvertir el valor depreciado en el ejercicio, sí ha seguido con un CAPEX de mantención y expansión suficiente desde el 2019 en adelante.

Economía & Negocios

Tabla 36. Inversiones históricas de SMU S.A.

En miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Compras de propiedad, planta y equipos	652	1.385	1.256	910	1.159	1.139
Compras de activos intangibles	390	276	194	196	348	367
Total inversiones	1.042	1.661	1.450	1.106	1.507	1.506
Ingresos operacionales	84.243	83.270	81.139	77.894	79.775	79.210
<i>% inversiones sobre los ingresos</i>	1,24%	1,99%	1,79%	1,42%	1,89%	1,90%
Depreciación y Amortización	1.792	1.812	1.262	1.180	1.014	962
<i>% dep. y amort. sobre inversiones</i>	172,05%	109,12%	87,06%	106,78%	67,26%	63,87%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde plataforma Eikon el 21-01-23

Entre los años 2020 y cierre del 2022 el foco ha seguido siendo la experiencia del cliente, crecimiento orgánico y la eficiencia operacional que se ve reflejada en las mejoras de las razones de rentabilidad presentadas en la tabla 34 al igual que en el porcentaje de inversión en relación a la depreciación.

Desde el punto de vista de consistencia en inversiones durante el periodo estudiado, se han mantenido constantemente invirtiendo entre el 1,24% y el 1,99% de las ventas totales lo anterior considera CAPEX de mantención y de expansión.

Dentro de las iniciativas estratégicas para el 2023-2025 el plan espera crecer en termino de aperturas de tiendas el triple de lo crecido el trienio anterior. Por lo que se espera un crecimiento material en este ítem.

Por último, en su plan estratégico informado a los inversionistas en su portal web²⁴ se socializa que el desembolso por concepto de inversiones será de \$265 mil millones (Aproximadamente UF MM8 en el trienio) lo que les permitirá alcanzar un EBITDA cercano a los \$350 mil millones al término del año 2025 (UF MM10,5). En otras palabras su plan consiste en aperturar 43 nuevas tiendas de Unimarc, Super 10 y Albi en Chile y 15 tiendas Maxiahorro en Perú. Esto

²⁴ SMU S.A. (2022). Plan Estratégico para el periodo 2023-2025. Disponible en <https://www.smu.cl/inversionistas/noticias-para-inversionistas/>

Economía & Negocios

corresponde a un crecimiento agresivo en relación con su actual tamaño y que en Chile significa un crecimiento de un 11,3% comparado con el año anterior. En cuanto a Perú el aperturar 15 tiendas sobre 26 que funcionan en la actualidad conllevará un crecimiento de un 57,7%.²⁵

5.6. Análisis de crecimiento de la industria

Tal como se presentó en el capítulo 2.2 y se reforzó con la figura 3, se ha descrito la industria supermercadista como una de las más resilientes del retail. Mostrándose relativamente estable en periodos tanto de bonanza como de crisis económicas.

Si bien las compras se mantienen relativamente estables y no muestran grandes volatilidades con los ciclos de la economía, hay algo que sí ha cambiado en relación a las costumbres de los chilenos y esto es, que se hacen compras más recurrentes pero de menores montos. A estas se les denomina compras de reposición. Debido a lo anterior algunos de los integrantes de la industria han optado por aumentar sus puntos de ventas y a su vez a volverlos más pequeños. Todo esto en búsqueda de hacer los puntos más fáciles de navegar y disminuir los tiempos de compra. Este efecto se vio plasmado durante el periodo previo al 2019 donde Walmart apertura cerca de 60 nuevas tiendas y SMU remodeló más de 100 tiendas para hacerlas más productivas.²⁶ Luego del fenómeno vivido por la crisis social de octubre del 2019 se vio una importante baja en la cantidad de supermercados debido principalmente a las vandalizaciones. Una vez pasadas las manifestaciones, los supermercados evaluaron la situación de cada plaza y

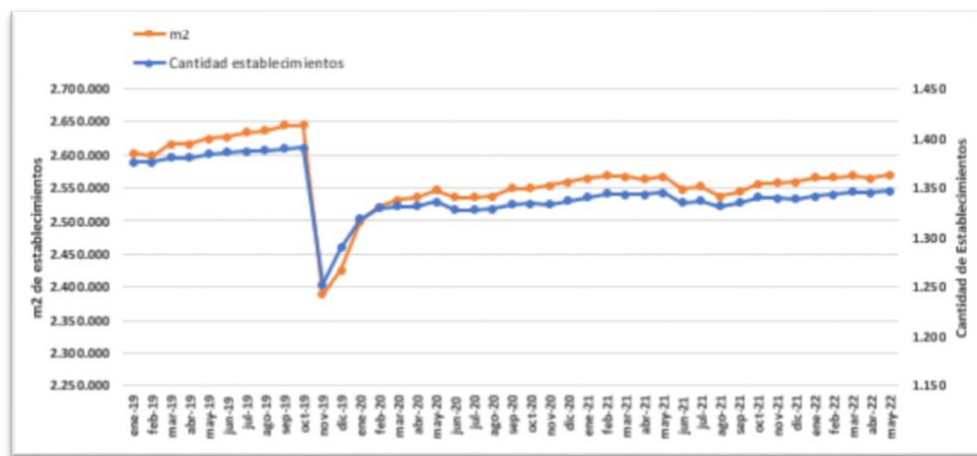
²⁵ SMU S.A. (2022). Plan Estratégico para el periodo 2023-2025. Disponible en <https://www.smu.cl/inversionistas/noticias-para-inversionistas/>

²⁶ Troncoso, J. (2017). Supermercados: Hábito de compra impulsa locales más pequeños. [en línea] Diario Financiero en Internet. 18 de abril, 2017. <<https://www.df.cl/empresas/retail/supermercados-cambio-en-habito-de-compra-impulsa-locales-mas-pequenos>> [consulta 10 marzo 2023]

Economía & Negocios

decidieron no aperturar algunas de las ubicaciones más conflictivas. Una vez se logra una meseta en 2020 en cuanto a cantidad de supermercados y de metros cuadrados se ha visto un incremento gradual en ambas métricas. Lo cual es consecuente con la apertura de nuevas ubicaciones. Todo lo anterior se puede apreciar a continuación en la figura 12 siguiente.

Figura 12: Evolución mensual de la cantidad y superficie de establecimientos de supermercados



Fuente: <https://www.supermercadosdechile.cl/estadisticas/>

Además de la resiliencia clave en la industria supermercadista otro factor clave es el fenómeno de las ventas online, que si bien estaban siendo adoptados por los distintos actores de la industria hace algunos años, fue a partir de la pandemia donde se consolidó como una opción válida para muchos de los consumidores. En Chile prácticamente todos los supermercados tradicionales cuentan a la fecha con una plataforma online que satisface la necesidad de compras a distancia. De acuerdo con información obtenida de Marketing4commerce.cl,²⁷ los supermercados más exitosos medidos por tráfico web son Jumbo, Santa Isabel,

²⁷ Ramírez, M. (2023). Top: Los Supermercados On line más populares de Chile. [en línea]. Marketing 4 Ecommerce en internet. 10 marzo, 2023. <<https://marketing4ecommerce.cl/top-los-supermercados-online-mas-populares-en-chile/>> [consulta 10 marzo 2023]

Economía & Negocios

Unimarc, Tottus, Mayorista 10, Líder y el last Miller Cornershop. Los tráficos de cada uno respectivamente son de 718.804, 433.211, 357.405, 255.772, 116.802, 104.842 y 55.622 respectivamente.

Economía & Negocios

6. PROYECCIÓN DE LOS ESTADOS DE RESULTADOS

6.1 Ingresos operacionales proyectados

Para comenzar esta sección se procederá a explicar el procedimiento utilizado para calcular los ingresos de actividades ordinarias de SMU proyectados para los próximos años. Dicho esto, El driver principal del incremento de ingresos es la incorporación de nuevos locales. Sin embargo, no comienzan a vender el 100% de sus “ventas en régimen”, dado que se pasa por un periodo de estabilización, luego del cual llegan a su madurez. Para ello se asumirá que, durante el primer año, venderán solo el 25% de sus ingresos estabilizados para posteriormente llegar a sus ventas óptimas:

La igualdad básica que se estableció para calcular los ingresos es:

$$\begin{aligned} & \text{Ingresos de actividades ordinarias} \\ & = \\ & \text{Total de } m^2 \text{ con antigüedad superior a un año} \\ & \quad * \text{ venta promedio historica por } m^2 \\ & + \\ & m^2 \text{ nuevos} * 25\% * \text{ venta promedio historica por } m^2 \end{aligned}$$

Como base para este cálculo se usaron las ventas promedio por metro cuadrado desde el 2019 a la fecha (SSS) y luego se le asignó un periodo de estabilización de un año a las aperturas de tiendas donde venden solo un 25% de sus ventas en régimen para luego estabilizarse en las ventas promedio. Luego para la apertura de tiendas se utilizó la información declarada por la compañía en su plan estratégico trianual 2023-2025, que hace referencia al número de locales que espera abrir para aquel periodo.

Economía & Negocios

En la tabla 37, se muestra en detalle la proyección de los nuevos locales a aperturar entre los años 2022 y 2026, para cada unidad de negocio y en los países que opera la compañía:

Tabla 37. Número de locales a aperturar en proyección 2022-2026

Nº de locales	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Unimarc	0	11	11	10	0
Mayoristas	0	4	4	3	0
Chile	0	15	15	13	0
Perú	0	5	5	5	0
Total	0	20	20	18	0

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde el Plan estratégico trianual 2023-2025

Según lo establecido en su plan estratégico 2023-2025, SMU abrirá 43 nuevos locales en Chile, entre sus supermercados UNIMARC, Alvi y Super 10. Respecto a Perú se esperan abrir 15 nuevos locales Maxiahorro.²⁸

La distribución de estas aperturas se hizo en base a la información histórica detallada en la tabla 26 (sección 5.1) del número de locales de los distintos segmentos de SMU, la cual muestra una proporción promedio sobre el total de locales en Chile de un 75% para Unimarc y 25% para locales mayoristas. Para el caso de Perú se consideraron 5 aperturas por año.

Respecto al periodo 2022 en que no se aprecia apertura de nuevos locales en la tabla, se puede mencionar que, al no disponer de información, se asumió nula apertura de locales y en el caso del 2026, si bien, no se consideró apertura de locales, en el cálculo de ingresos se consideró un crecimiento del 2,40% para

²⁸ SMU S.A. (2022). Plan Estratégico para el periodo 2023-2025. Disponible en <https://www.smu.cl/inversionistas/noticias-para-inversionistas/>

Economía & Negocios

este periodo, que es el promedio de crecimiento compuesto de los años 2022 al 2025.

Retomando la ecuación básica:

$$\begin{aligned}
 & \text{Ingresos de actividades ordinarias} \\
 & = \\
 & \text{Total de m}^2 \text{ con antigüedad superior a un año} \\
 & \quad * \text{venta promedio histórica por m}^2 \\
 & + \\
 & \text{m}^2 \text{ nuevos} * 25\% * \text{venta promedio histórica por m}^2
 \end{aligned}$$

Para calcular el total de metros cuadrados se utilizó como base, la información histórica de los metros cuadrados por local, que se puede apreciar en la tabla 38:

Tabla 38. Metros cuadrados por local

Segmentos de negocio	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22UDM	M2 por local
Unimarc	1.391	1.343	1.202	1.223	1.226	1.231	1.231
Mayoristas	1.690	1.576	1.283	1.295	1.292	1.295	1.295
Otros	133	128	115	114	-	-	
Chile	1.167	1.107	959	964	1.243	1.247	1.245
Perú	833	833	792	800	731	704	745

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Análisis Razonados de SMU S.A.

Para los periodos proyectados, se supuso como base que, se mantendría el total de m² del último periodo (Jun-22 UDM) y solamente se le adicionarían los m² de los nuevos locales por año.

En la tabla 39, se pueden revisar los m² totales por periodo (metros cuadrados por local por número de locales):

Economía & Negocios

Tabla 39. Miles de metros cuadrados totales

Segmentos de negocio	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22UDM	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Unimarc	402	388	351	346	347	346	346	346	360	373
Mayoristas	169	156	127	123	124	123	123	123	128	133
Otros	15	15	14	14						
Chile	586	559	492	483	471	469	469	469	488	506
Perú	20	20	19	20	19	19	19	20	24	28
Total	606	579	511	503	490	488	488	489	512	534

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Análisis Razonados de SMU S.A.

Para hacer una proyección más realista del aporte en las ventas de los nuevos locales periodo a periodo, se asumió que las aperturas anunciadas por SMU para el periodo se verían reflejadas al año siguiente. Por ejemplo, si SMU anunció la apertura de 11 supermercados Unimarc para el 2023, estos se verían reflejados en el total de m² del 2024. Esto sucede porque la apertura de locales se realiza de manera paulatina durante el año (periodo de estabilización), por lo que la adición completa recién se ve reflejada al año siguiente.

El último elemento de la ecuación básica es:

$$\begin{aligned}
 & \text{Ingresos de actividades ordinarias} \\
 & = \\
 & \text{Total de m}^2 \text{ con antigüedad superior a un año} \\
 & \quad * \text{venta promedio histórica por m}^2 \\
 & + \\
 & \text{m}^2 \text{ nuevos} * 25\% * \text{venta promedio histórica por m}^2
 \end{aligned}$$

Para proyectar las ventas por m², se utilizó la información histórica que se aprecia en la tabla 40:

Economía & Negocios

Tabla 40. Ventas por metro cuadrado

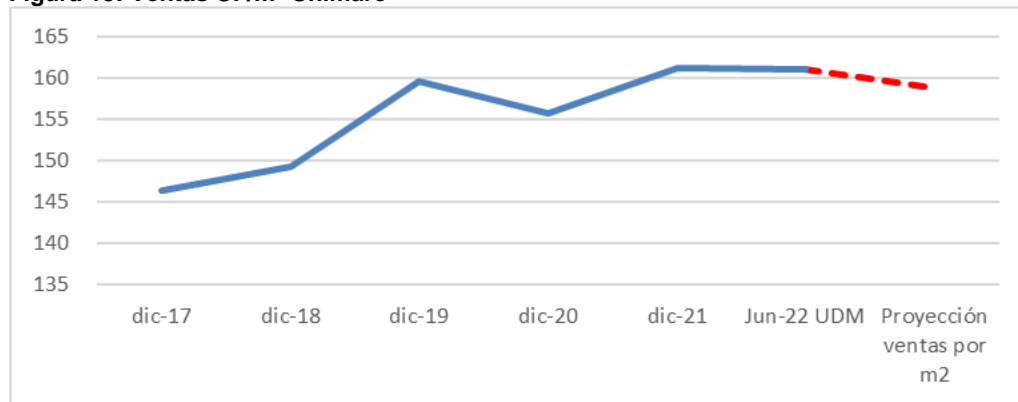
Nº de locales	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22UDM	Proyección ventas por m2
Unimarc	146	149	160	156	161	161	159
Mayoristas	126	136	165	174	176	186	171
Otros	165	169	171	48			
Chile	437	453	495	378	337	347	330
Perú	80	83	96	99	85	88	86

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Análisis Razonados de SMU S.A.

La proyección se hizo en base al promedio simple de las ventas por m² de los periodos 2019 al 2021, con el cual se quiso reflejar cierta estabilidad en el crecimiento de las ventas.

En las figuras 13 y 14, se puede observar gráficamente esta estabilidad en las ventas por m² de los segmentos Unimarc y Mayorista:

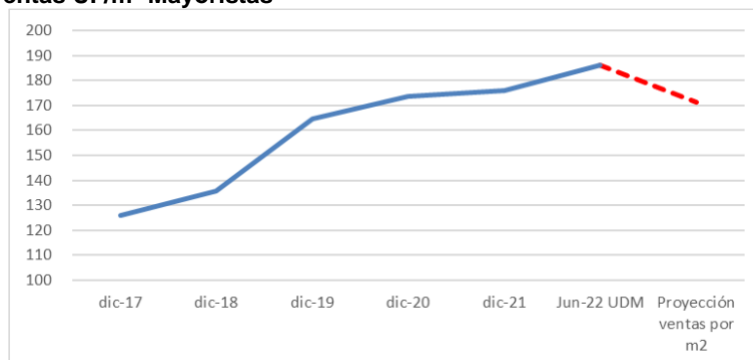
Figura 13: Ventas UF/m² Unimarc



Fuente: Elaboración propia a partir de la tabla 40

Economía & Negocios

Figura 14: Ventas UF/m² Mayoristas



Fuente: Elaboración propia a partir de la tabla 40

Finalmente, el último supuesto utilizado para hacer la proyección de los ingresos de actividades ordinarias fue adicionar un “ramp up” del 25% respecto a las ventas por m² del año anterior. Por ejemplo, si SMU anunció la apertura de 11 supermercados Unimarc para el 2023, estos se verán reflejados en las ventas del 2024 y para el 2023 se adicionará un 25% sobre las ventas por m² del 2022. Esto por el mismo efecto explicado en párrafos anteriores del crecimiento paulatino en las ventas ocasionado por la apertura de nuevos locales.

En la tabla 41 aparecen las proyecciones de los ingresos de SMU hasta el año 2026:

Tabla 41. Proyección ingresos SMU en miles de UF

Segmentos de negocio	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingreso actividades ordinarias	77.975	77.217	80.516	83.733	85.457
Unimarc	54.958	55.395	57.547	59.658	61.313
Mayoristas	21.083	19.696	20.519	21.302	21.375
Otros	294	283	286	288	284
Chile	76.335	75.374	78.351	81.247	82.972
Perú	1.639	1.843	2.164	2.486	2.486
Total	77.975	77.217	80.516	83.733	85.457

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Análisis Razonados y Comisión para el mercado financiero

Economía & Negocios

Exceptuando el año 2023 donde las proyecciones hacen caer marginalmente las ventas por metro cuadrado y no tiene aperturas de nuevos locales, el resto de los años las ventas crecen principalmente por la agresiva apertura de nuevos locales respaldada en su plan estratégico trianual.

Es importante tener en consideración que, las proyecciones de los ingresos no toman en cuenta la realidad de las distintas zonas geográficas ni el fenómeno de la canibalización de las ventas. Puesto que, están basadas en promedios y el aporte marginal de cada nuevo local, no necesariamente obedece a dicha media, puesto que podrían posicionarse por debajo o sobre el rendimiento del stock actual.

6.2 Costos y gastos operacionales proyectados

La secuencia lógica de esta sección será reforzar el análisis histórico hecho en la sección 5.2., dar a conocer los criterios y supuestos para proyectar cada elemento y finalmente mostrar e interpretar las proyecciones de costos y gastos operacionales.

En la tabla 42, se observa la evolución del costo de venta y su relación con los ingresos durante el periodo histórico de valoración:

Tabla 42. Evolución costo de ventas en miles de UF y relación de los ingresos

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM	Promedio 2019-2021
Ingreso actividades ordinarias	84.243	83.270	81.139	77.894	79.775	80.581	-
(-) Costo de ventas	60.456	59.553	57.053	54.941	56.520	57.229	-
Costo de ventas (En % de los ingresos)	71,76%	71,52%	70,32%	70,53%	70,85%	71,02%	70,57%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Economía & Negocios

En la tabla se ve cómo el costo de venta se fue reduciendo periodo a periodo hasta el año 2020 para luego volver a mostrar una senda de crecimiento para los periodos 2021 y 2022 (UDM).

Como bien se ha comentado en secciones anteriores; los años 2019, 2020 y 2021 son años especiales, en que se vivieron varios shocks que impactaron los resultados (negativa o positivamente) de todos los agentes de la economía. Es por ello que, para proyectar, se hizo tender el costo de venta hasta llegar al promedio 2019-2021 (70,6%) el año 2026, como bien se puede apreciar en la tabla 43:

Tabla 43. Proyección costos SMU en miles de UF y porcentaje de los ingresos

	2S 2022	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingreso actividades ordinarias	37.570	77.975	77.217	80.516	83.733	85.457
(-) Costo de ventas	26.825	55.379	54.723	56.939	59.087	60.304
Costo de ventas (En % de los ingresos)	71,40%	71,02%	70,87%	70,72%	70,57%	70,57%

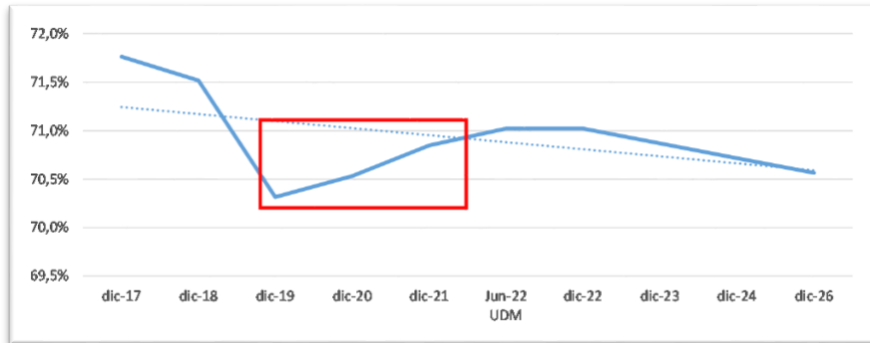
Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

En esta tabla se puede observar cómo el costo de venta como porcentaje de los ingresos va disminuyendo todos los años hasta alcanzar el 70,57% el periodo 2026. Evolución asociada a las eficiencias en que se encuentra trabajando SMU trienios atrás.

La figura 15 ilustra la evolución del costo de venta durante el periodo histórico hasta el proyectado:

Economía & Negocios

Figura 15: Evolución porcentual del costo de ventas



Fuente: Elaboración propia a partir de la tabla 43

En la tabla 44 aparece la información respecto a la evolución histórica del costo de distribución (flete) en relación con los ingresos, que da a entender el criterio utilizado para luego proyectar este ítem:

Tabla 44. Evolución costo de distribución en miles de UF y como % de los ingresos

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM	Promedio 2020-Jun 2022
Ingreso actividades ordinarias	84.243	83.270	81.139	77.894	79.775	80.581	-
(-) Costo de distribución	921	1.030	1.107	1.059	1.014	1.077	-
Costo de distribución (En % de los ingresos)	1,09%	1,24%	1,36%	1,36%	1,27%	1,34%	1,44%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

En la tabla se puede observar que el costo de distribución como porcentaje de los ingresos se ha mantenido estable durante los últimos periodos (en torno al 1,44%), Esto debido a que la centralización ha ayudado a compensar en parte el incremento de los costos de transporte sufrido durante los últimos años.

En la tabla 45 aparecen las proyecciones del costo de distribución hasta el año 2026:

Economía & Negocios

Tabla 45. Proyección costo de distribución SMU en miles de UF y como % de los ingresos

	2S 2022	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingreso actividades ordinarias	37.570	77.975	77.217	80.516	83.733	85.457
(-) Costo de distribución	558	1.121	1.168	1.215	1.265	1.317
Costo de distribución (En % de los ingresos)	1,48%	1,44%	1,51%	1,51%	1,51%	1,54%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

Al haber un aumento constante, se tomó el crecimiento anual compuesto, desde el año 2017 al 2022, de 4,11% para proyectar esta variable hasta el año 2026.

El ítem donde se han visto mayores avances desde el punto de vista de la eficiencia y optimización de los recursos ha sido el gasto de administración, el cual se ha tendido a suavizar periodo tras periodo, como una de las medidas centrales de los distintos planes estratégicos a la fecha.

En la tabla 46 se puede apreciar su evolución en detalle por cada uno de los subítems que lo componen durante el periodo histórico de valoración.

Economía & Negocios

Tabla 46. Evolución costos de administración

Montos en miles de UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Gastos de personal (en % de los ingresos)	8.142 9,78%	8.576 10,57%	8.151 10,46%	7.562 9,48%	7.351 9,12%
Servicios (en % de los ingresos)	3.003 3,61%	2.974 3,67%	2.942 3,78%	2.808 3,52%	2.867 3,56%
Arriendos y gastos comunes (en % de los ingresos)	2.226 2,67%	916 1,13%	771 0,99%	830 1,04%	837 1,04%
Comisión tarjetas (en % de los ingresos)	485 0,58%	503 0,62%	558 0,72%	604 0,76%	641 0,80%
Servicios informáticos (en % de los ingresos)	481 0,58%	471 0,58%	579 0,74%	565 0,71%	590 0,73%
Mantenimiento (en % de los ingresos)	561 0,67%	589 0,73%	537 0,69%	516 0,65%	504 0,63%
Publicidad (en % de los ingresos)	745 0,89%	578 0,71%	400 0,51%	438 0,55%	445 0,55%
Servicios externos (en % de los ingresos)	322 0,39%	348 0,43%	414 0,53%	425 0,53%	427 0,53%
Seguros (en % de los ingresos)	171 0,21%	199 0,24%	442 0,57%	415 0,52%	394 0,49%
Materiales (en % de los ingresos)	606 0,73%	451 0,56%	436 0,56%	356 0,45%	362 0,45%
Viajes, movilización y trámites (en % de los ingresos)	145 0,17%	152 0,19%	171 0,22%	180 0,23%	177 0,22%
Patentes comerciales y derechos municipales (en % de los ingresos)	- 0,00%	- 0,00%	50 0,06%	56 0,07%	49 0,06%
Multas y sanciones (en % de los ingresos)	79 0,10%	64 0,08%	53 0,07%	47 0,06%	44 0,05%
Contribuciones (en % de los ingresos)	- 0,00%	- 0,00%	34 0,04%	44 0,05%	39 0,05%
Otros (en % de los ingresos)	188 0,23%	163 0,20%	163 0,21%	109 0,14%	116 0,14%
Costos de administración (Sin Dep ni Amort) (en % de los ingresos)	17.155 20,60%	15.984 19,70%	15.702 20,16%	14.956 18,75%	14.844 18,42%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

Economía & Negocios

Las tres componentes más importantes de los gastos de administración son:

- Gastos de personal: donde se puede observar un esfuerzo por reducir este ítem, hasta los años de estallido social y pandemia. Para proyectar se utilizó el porcentaje en relación con los ingresos del año 2021 (9,48%), puesto que refleja la intención de la compañía de buscar eficiencias y automatización de procesos.
- Servicios: se observa estabilidad, por lo que se utilizó el promedio de los últimos 4 periodos (3,63%).
- Arriendos y gastos comunes: se aprecia estabilidad desde el año 2019 a la fecha por lo que se asumió el promedio de los últimos 3 periodos (1,02%).
- Comisión tarjetas: Se observa que desde el periodo en análisis este se ha incrementado anualmente entre 0,04% y 0,05% de los ingresos totales debido principalmente al aumento en la penetración del medio de pago tarjetas por lo que la proyección incorpora un crecimiento en este ítem hasta llegar a un 1,00% de los ingresos creciendo anualmente en un 0,05%.
- Para el resto de los ítems que componen los costos de administración se observa cierta estabilidad estructural por lo que para proyectar se utilizó el promedio de los últimos tres periodos.

Dicho esto, en la tabla 47 aparece la proyección hasta el año 2026 de los costos de administración:

Economía & Negocios

Tabla 47. Proyección costos de administración sin depreciación ni amortización de SMU

Montos en miles de UF	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Gastos de personal <i>(en % de los ingresos)</i>	7.392 9,48%	7.320 9,48%	7.633 9,48%	7.938 9,48%	8.101 9,48%
Servicios <i>(en % de los ingresos)</i>	2.831 3,63%	2.803 3,63%	2.923 3,63%	3.040 3,63%	3.102 3,63%
Arriendos y gastos comunes <i>(en % de los ingresos)</i>	798 1,02%	790 1,02%	824 1,02%	857 1,02%	874 1,02%
Comisión tarjetas <i>(en % de los ingresos)</i>	659 0,85%	691 0,90%	761 0,95%	834 1,00%	851 1,00%
Servicios informáticos <i>(en % de los ingresos)</i>	568 0,73%	562 0,73%	586 0,73%	610 0,73%	622 0,73%
Mantenimiento <i>(en % de los ingresos)</i>	510 0,65%	505 0,65%	527 0,65%	548 0,65%	559 0,65%
Publicidad <i>(en % de los ingresos)</i>	420 0,54%	416 0,54%	433 0,54%	451 0,54%	460 0,54%
Servicios externos <i>(en % de los ingresos)</i>	415 0,53%	410 0,53%	428 0,53%	445 0,53%	454 0,53%
Seguros <i>(en % de los ingresos)</i>	410 0,53%	406 0,53%	423 0,53%	440 0,53%	449 0,53%
Materiales <i>(en % de los ingresos)</i>	378 0,48%	374 0,48%	390 0,48%	406 0,48%	414 0,48%
Viajes, movilización y trámites <i>(en % de los ingresos)</i>	173 0,22%	171 0,22%	179 0,22%	186 0,22%	190 0,22%
Patentes comerciales y derechos municipales <i>(en % de los ingresos)</i>	51 0,07%	50 0,07%	53 0,07%	55 0,07%	56 0,07%
Multas y sanciones <i>(en % de los ingresos)</i>	47 0,06%	47 0,06%	49 0,06%	51 0,06%	52 0,06%
Contribuciones <i>(en % de los ingresos)</i>	38 0,05%	38 0,05%	39 0,05%	41 0,05%	42 0,05%
Otros <i>(en % de los ingresos)</i>	127 0,16%	126 0,16%	131 0,16%	137 0,16%	140 0,16%
Costos de administración (Sin Dep ni Amort) <i>(en % de los ingresos)</i>	14.816 19,00%	14.710 19,05%	15.379 19,10%	16.036 19,15%	16.366 19,15%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

Economía & Negocios

Las proyecciones consolidadas del gasto de administración y su porcentaje en relación con los ingresos, confirman la estabilidad para los próximos años en esta variable.

Separando la depreciación y amortización del resto de costos y gastos, para proyectarlas, se utilizó el promedio de los últimos 3 años, en relación con los ingresos, de manera de mitigar la volatilidad que se vio desde el 2017 a la fecha, como bien se puede observar en la tabla 48:

Tabla 48. Evolución depreciación y amortización en miles de UF

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Ingreso actividades ordinarias	84.243	83.270	81.139	77.894	79.775	80.581
Depreciación	1.792	1.812	3.046	2.848	2.576	2.522
Relación depreciación / Ingresos	2,13%	2,18%	3,75%	3,66%	3,23%	3,13%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

Luego de lo descrito anteriormente, a continuación, se presenta la tabla 49 con dichas variaciones para los próximos años según esta valoración:

Tabla 49. Proyección depreciación y amortización

	2S 2022	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingreso actividades ordinarias	37.570	77.975	77.217	80.516	83.733	85.457
Depreciación	1.289	2.603	2.578	2.688	2.795	2.853
Relación depreciación/Ingresos	3,43%	3,34%	3,34%	3,34%	3,34%	3,34%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

Economía & Negocios

6.3 Resultado no operacional proyectado

En la siguiente sección se presentarán las proyecciones de las partidas que componen el resultado no operacional de SMU. Las cuales según lo visto en el análisis histórico (sección 5.3), en su totalidad se caracterizan por ser recurrentes.

El resumen de esta evolución histórica que servirá como insumo para establecer los supuestos con que se proyectarán estas partidas, se puede revisar en la tabla 50:

Tabla 50. Evolución resultados no operacionales en miles de UF

	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Otras ganancias (pérdidas) <i>(% en relación con Ingresos)</i>	126 0,15%	-386 -0,46%	-298 -0,37%	-283 -0,36%	-475 -0,60%	435 0,54%
Ingresos financieros <i>(% en relación con efectivo y equivalentes al efectivo)</i>	38 0,92%	46 1,53%	27 1,52%	32 0,47%	53 1,44%	186 5,11%
Costos financieros <i>(% en relación con pasivos financieros)</i>	2.468 8,31%	2.033 8,45%	1.768 5,39%	1.681 4,64%	1.545 4,86%	1.494 4,75%
Participación en asociadas y negocios conjuntos <i>(% en relación con inversiones contabilizadas usando el método de participación)</i>	-73 -63,86%	-108 -105,00%	-118 -23,34%	-33 -6,77%	2 0,55%	1 0,17%
Diferencias de cambio	302	24	17	-21	5	-0
Resultados por unidades de reajuste <i>(% en relación con pasivos financieros)</i>	-373 -1,26%	-650 -2,70%	-403 -1,23%	-390 -1,07%	-927 -2,92%	-1.489 -4,74%
Resultado No operacional <i>(% en relación con ingresos)</i>	2.488 2,95%	959 1,15%	993 1,22%	987 1,27%	203 0,25%	626 0,78%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

En base a la información contenida en la tabla, los supuestos a utilizar para proyectar el resultado no operacional son los siguientes:

- Otras ganancias (pérdidas): el año 2022 se mantiene resultado del primer semestre. Los años siguientes se dejaron en cero debido a lo poco recurrente de esta partida.

Economía & Negocios

- Ingresos financieros: la tasa de retorno tiende a promedio entre 2017 a 2021 (1,18%).
- Costos financieros: la tasa de costo promedio dic-2020 a Jun-2022 (4,75%), debido a que con los años se ha optimizado la estructura financiera (refinanciamiento y prepago de deudas).
- Participación en asociadas y negocios conjuntos: se repitió proporción de último periodo.
- Diferencias de cambio: deudas en moneda internacional pagada, por lo que se dejó en 0 este ítem para la proyección. Además, no existe ninguna declaración por parte de SMU que indique que se vaya a emitir deuda en otra moneda.
- Resultado por unidades de reajuste: tasas de inflación altas los últimos periodos. Se tendió al promedio del 2017-2020 (se asumió tendencia a la baja en la inflación). Para llegar a la cifra se tomó el promedio histórico de resultados por unidades de reajuste en relación con los pasivos financieros, el cual fue de 1,83% y dado que la inflación tiene resistencia, la baja se materializará de manera paulatina en el tiempo. Dado lo anterior se comenzaron con resultados por unidades de reajuste de 5,57% al cierre del año 2022, para luego ir bajando hasta llegar a la relación histórica recién el 2025, por lo que cada año baja su incidencia hasta llegar al 1,83% antes mencionado.

En la tabla 51 se pueden revisar las proyecciones de las partidas que componen el resultado no operacional, en base a los supuestos explicados en los párrafos anteriores:

Economía & Negocios

Tabla 51. Proyección resultados no operacionales en miles de UF

	2S 2022	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Otras ganancias (pérdidas) (% en relación con Ingresos)	- 0,00%	504 0,65%	- 0,00%	- 0,00%	- 0,00%	- 0,00%
Ingresos financieros (% en relación con efectivo y equivalentes al efectivo)	137 0,00%	292 8,15%	174 4,67%	113 2,92%	47 1,18%	48 1,18%
Costos financieros (% en relación con pasivos financieros)	714 0,00%	1.494 4,75%	1.493 4,75%	1.493 4,75%	1.493 4,75%	1.493 4,75%
Participación en asociadas y negocios conjuntos (% en relación con inversiones contabilizadas usando el método de participación)	2 0,00%	1 0,17%	1 0,17%	1 0,17%	1 0,17%	1 0,17%
Diferencias de cambio	3	-0	-	-	-	-
Resultados por unidades de reajuste (% en relación con pasivos financieros)	-822 0,00%	-1.751 -5,57%	-1.164 -3,70%	-870 -2,77%	-577 -1,83%	-577 -1,83%
Resultado No operacional (% en relación con ingresos)	34 0,00%	539 0,69%	503 0,65%	736 0,91%	964 1,15%	965 1,13%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

6.4 Impuesto corporativo proyectado

En la tabla 52 se proyecta el pago de impuestos para lo cual el 2022 mantiene cobro de impuestos del primer semestre. Luego se aplica impuesto de 27% por la incidencia de Chile (se asume la misma tasa de impuesto para Perú, al tener una participación mínima del 2% en los ingresos).

Tabla 52. Proyección impuesto a las ganancias

	2S 2022	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ganancia antes de impuesto	254.403	1.608.315	1.555.794	2.045.214	2.528.614	2.596.841
Ingreso (gasto) por impuesto a las ganancias	-1.224.891	-434.245	-420.064	-552.208	-682.726	-701.147
Impuesto en relación con ganancias	-481,48%	-27,00%	-27,00%	-27,00%	-27,00%	-27,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

Como resultado de la proyección antes descrita se puede lograr mayor regularidad en los valores pagados por este concepto. No obstante, podrían

Economía & Negocios

darse eventuales beneficios que use la empresa que harían que retrase impuestos o use beneficios por lo que se desviaría de la proyección.

6.5 Estado de resultados proyectado

Finalmente, las proyecciones del estado de resultados de SMU en Unidad de Fomento y como porcentaje de los ingresos hasta el año 2026, se pueden observar en las tablas 53 y 54 respectivamente:

Tabla 53. Proyección del estado de resultados en miles de UF

	2S 2022	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingreso actividades ordinarias	37.570	77.975	77.217	80.516	83.733	85.457
(-) Costo de ventas	26.825	55.379	54.723	56.939	59.087	60.304
Resultado bruto	10.745	22.596	22.494	23.577	24.646	25.154
(-) Costo de distribución	558	1.121	1.168	1.215	1.265	1.317
(-) Costo de administración (Sin Depreciación ni Amortización)	7.250	14.816	14.710	15.379	16.036	16.366
EBITDA	2.937	6.659	6.616	6.982	7.345	7.471
(-) Depreciación	1.289	2.603	2.578	2.688	2.795	2.853
Resultado operacional - Ebit	1.649	4.056	4.038	4.295	4.550	4.618
Otras ganancias (pérdidas)	-	504	-	-	-	-
Ingresos financieros	137	292	174	113	47	48
Costos financieros	714	1.494	1.493	1.493	1.493	1.493
Participación en asociadas y negocios conjuntos	2	1	1	1	1	1
Diferencias de cambio	3	-0	-	-	-	-
Resultados por unidades de reajuste	-822	-1.751	-1.164	-870	-577	-577
Ganancia antes de impuesto	254	1.608	1.556	2.045	2.529	2.597
Ingreso (gasto) por impuesto a las ganancias	-1.225	-434	-420	-552	-683	-701
Utilidad de operaciones discontinuadas	-1	15	-	-	-	-
Resultado neto incluyendo operaciones discontinuadas	-971	1.189	1.136	1.493	1.846	1.896

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

Economía & Negocios

Tabla 54. Proyección del estado de resultados en relación con los ingresos

	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingreso actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
(-) Costo de ventas	71,02%	70,87%	70,72%	70,57%	70,57%
Resultado bruto	28,98%	29,13%	29,28%	29,43%	29,43%
(-) Costo de distribución	1,44%	1,51%	1,51%	1,51%	1,54%
(-) Costo de administración (Sin Dep ni Amort)	19,00%	19,05%	19,10%	19,15%	19,15%
EBITDA	8,54%	8,57%	8,67%	8,77%	8,74%
(-) Depreciación	3,34%	3,34%	3,34%	3,34%	3,34%
Resultado operacional - Ebit	5,20%	5,23%	5,33%	5,43%	5,40%
Otras ganancias (pérdidas)	0,65%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ingresos financieros	0,37%	0,23%	0,14%	0,06%	0,06%
Costos financieros	1,92%	1,93%	1,85%	1,78%	1,75%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diferencias de cambio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste	-2,25%	-1,51%	-1,08%	-0,69%	-0,67%
Ganancia antes de impuesto	2,06%	2,01%	2,54%	3,02%	3,04%
Ingreso (gasto) por impuesto a las ganancias	-0,56%	-0,54%	-0,69%	-0,82%	-0,82%
Utilidad de operaciones discontinuadas	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado neto incluyendo operaciones discontinuadas	1,53%	1,47%	1,85%	2,20%	2,22%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y análisis razonados de SMU S.A.

Las proyecciones realizadas muestran un incremento en el EBITDA de manera sostenida hasta el periodo 2026. Esto se explica en gran medida por el aumento en los ingresos de la compañía, explicado, como bien se dijo en la sección 6.1, por un aumento en el total de metros cuadrados y ventas por metro cuadrado, debido a la apertura de 43 nuevos locales para el periodo y al desarrollo multicanal.

Respecto a los costos y gastos de SMU, en el análisis histórico se puede apreciar un esfuerzo para eficientizar la operación, sobre todo en las partidas que componen los gastos de administración, por lo que para los próximos periodos se pueden apreciar disminuciones en estas partidas.

Economía & Negocios

7. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1 Inversión en reposición

De acuerdo con lo que se aprecia en la tabla 36 (sección 5.3.3.), el promedio de inversión de reposición en relación con la depreciación desde el 2017-2022 es de 101,02% por lo que para la proyección del Flujo de Caja Libre se asume que se repone el 100% de la depreciación de sus activos. Esto se vio reflejado en la tabla 48 en la cual se mencionó que la depreciación sería el promedio de los últimos tres años donde su incidencia en relación con ventas sería de 3,3%.

Dado lo anterior se puede observar en la tabla 55 los flujos que se realizarán de manera de poder mantener en niveles óptimos los activos fijos y mantener las duraciones remanentes de intangibles, dentro de los cuales se encuentran derechos de uso por los arrendamientos de los supermercados.

Tabla 55. Proyección de la inversión en reposición en miles de UF

	2S 2022	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Inversión de reposición	2.603	2.578	2.688	2.795	2.853

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

7.2 Nuevas inversiones de capital

En base a lo publicado por la compañía en su plan estratégico para los años 2023-2025, su foco estará puesto en el crecimiento omnicanal e incrementar su cobertura geográfica, lo cual se concretará con la apertura de 43 nuevas tiendas Unimarc, Super 10 y Alvi en Chile y 15 tiendas Maxiahorro en Perú. De manera de potenciar su canal online se habilitarán nuevos puntos de retiro y aprovecharán para ello su recién inaugurado centro robotizado de pedidos.

Para mejorar la eficiencia y productividad la compañía va a expandir su red logística en más de un 40%, donde espera incluir un nuevo centro de distribución multiformato y automatizado de 60.000 m². Además, incrementará el uso de tecnologías como cajas y balanzas de autoservicio e implementará soluciones

Economía & Negocios

innovadoras como la tesorería digital que optimizará la gestión del efectivo y los procesos de tesorería.

De manera de poder lograr todas las mejoras anteriormente mencionadas es que la compañía espera invertir en expansión \$265 mil millones (aproximadamente UF8 millones) durante el trienio 2023-2025.

En la tabla 56 se puede apreciar la inversión de expansión:

Tabla 56. Proyección Capex de expansión en miles de UF

	2S 2022	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Capex de expansión	-829	-2.667	-2.667	-2.667	-2.667

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Para el segundo semestre del 2022 se asume que va a mantener el mismo CAPEX de los últimos doce meses y se llevó a su proporción de 6 meses. Respecto al último periodo, al no haber socialización oficial de la empresa se asumió que se mantendría el ritmo del trienio.

7.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

En relación con la inversión o liberación del capital de trabajo operativo neto (CTON) se usó como base la tabla 35 (sección 5.5.2.) la cual muestra las diferencias entre los activos y pasivos operacionales con lo cual se obtiene el CTON. Luego al dividir ese valor con los ingresos del año se obtiene el Ratio del capital de trabajo operativo neto (RCTON), donde se puede apreciar que, para el periodo, los valores son muy dispares. Incluso habiendo tanto crecimiento como decrecimiento. Dado lo anterior se define tomar como referencia para las proyecciones, el RCTON del año 2017, por ser más representativo para el crecimiento estimado de la compañía. Lo anterior principalmente debido a que en la búsqueda del crecimiento aperturando nuevos locales, estos a su vez

Economía & Negocios

requerirán de mayores saldos de inventarios y activos los cuales serán vendidos en los meses posteriores.

En la tabla 57 se puede apreciar las proyecciones de esta variable:

Tabla 57. CTON proyectado en miles de UF

	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos operacionales proyectados	77.975	77.217	80.516	83.733	85.457
RCTON proyectado (en %)	4,18%	4,18%	4,18%	4,18%	4,18%
CTON Proyectado	3.258	3.227	3.364	3.499	3.571
Variación CTON	32	-138	-134	-72	-

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Como bien se verá en secciones posteriores, para el periodo terminal, no se asume crecimiento por lo que la variación del CTON del 2026 será cero.

7.4 Flujos de caja libre proyectados y valor terminal

De las proyecciones del estado de resultados de la empresa, al EBITDA se le suman las estimaciones de depreciación y amortización, al no ser flujos efectivos de caja. Luego se restan la inversión en reposición y las nuevas inversiones. Por último, dependiendo de si hay exigencia o liberación de capital de trabajo neto, se ajusta el resultado anterior de manera de obtener el flujo de caja libre proyectado. Esto se puede ver en la tabla 58:

Economía & Negocios

Tabla 58. Flujos de caja libre proyectados en miles de UF

	2S 2022	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Ebit después de impuestos	424	3.618	3.742	3.867	3.917	3.917
Depreciación y amortización	1.289	2.578	2.688	2.795	2.853	2.853
Inversión de reposición	1.289	2.578	2.688	2.795	2.853	2.853
Nuevas inversiones	829	2.667	2.667	2.667	2.667	-
Liberación (Inversión) CTON	32	-138	-134	-72	-	-
Flujo de caja libre	-374	814	941	1.129	1.250	3.917

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Luego de obtener la proyección del flujo de caja libre por periodo, es necesario calcular el valor terminal de la compañía, para lo cual se asumirá que la empresa ha alcanzado un nivel de madurez suficiente por lo que no comprometerá inversiones en crecimiento, sino que solamente en mantención. Lo anterior se sustenta en las bajas proyecciones de crecimiento del país en los próximos años, las cuales vienen acompañadas con una lenta baja de la inflación, altas tasas de financiamiento, las cuales influyen en el consumo. Con ello se mantienen los flujos del 2026 para el cálculo del valor terminal:

$$VP_{VT} = \frac{FCL_{2027}}{k_0}$$

$$\frac{3.916.675}{5,60\%} = 69.986.383$$

Economía & Negocios

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1 Valor presente de los flujos de caja libre

Esta sección agrupa los valores detallados en la sección 7 y los trae a valor presente utilizando una tasa de descuento WACC del 5,60% (sección 4.7.).

Para obtener el valor presente se utilizará la siguiente formula:

$$VP = \frac{FCL_{2S_2022}}{(1 + k_0)^{0,5}} + \frac{FCL_{2023}}{(1 + k_0)^{1,5}} + \frac{FCL_{2024}}{(1 + k_0)^{2,5}} + \frac{FCL_{2025}}{(1 + k_0)^{3,5}} + \frac{FCL_{2026}}{(1 + k_0)^{4,5}} + \frac{FCL_{2027} + VP_VT}{(1 + k_0)^{5,5}}$$

Donde FCL_t es el flujo de caja libre calculado para el periodo t.

VP_VT es el valor terminal del negocio.

k_0 es la tasa de descuento WACC calculada en la sección 4.7.

Luego en la tabla 59, se pueden observar en detalle los flujos de caja libre por periodo y el valor terminar del negocio traídos a valor presente y sumados para el cálculo del valor presente neto del negocio.

Tabla 59. Flujos de caja libre proyectados en miles de UF

	2S 2022	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Flujo de caja libre	-374	814	941	1.129	1.250	3.917
Valor terminal	-	-	-	-	-	69.986
Valor presente FCL	-364	750	821	933	978	54.776
Valor presente total	57.895					

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Economía & Negocios

8.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Al analizar el capital de trabajo con el que contaba la compañía al cierre y contrastar con lo que necesita para poder cumplir con las proyecciones de crecimiento, se llega a la conclusión de que la empresa deberá invertir UF 4.556.387 durante el segundo semestre del 2022. Esto se puede ver en la tabla 60:

Tabla 60. Exceso o déficit de CTON en miles de UF

	2S 2022
CTON Real al 30-jun-2022	-1.298
CTON Proyectado al 31-dic-2022	3.258
Déficit de CTON	-4.556

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

8.3 Activos prescindibles y otros

Luego de separar los activos operativos de los no operativos en la tabla 34 (sección 5.5.) se pueden obtener los activos que son prescindibles. Estos saldos pueden ser utilizados como flujos positivos al momento de la valorización e incrementar el valor presente de la compañía.

Para el caso de SMU, una vez que se separa la caja necesaria para la operación de la que no se necesita, se pueden disponer de más de UF 2MM al cierre de la valorización y luego están los activos por impuestos diferidos los cuales si bien no son activos operacionales no serán utilizados para efectos de la valorización debido a que es difícil su cuantificación a pesar de que aportan en la disminución del flujo de caja por perdidas tributarias. Como bien se puede observar en la tabla 61 los activos que se podrían obtener de una potencial liquidación son UF2.156.000:

Economía & Negocios

Tabla 61. Activos prescindibles de SMU S.A. en miles de UF

Tipo de activos corrientes (En miles de UF) al 30-06-2022	Monto
Equivalentes al efectivo y Otros activos financieros, corrientes	2.144
Otros activos financieros, no corrientes	12
Activos Prescindibles	2.156

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

8.4 Valorización económica de la empresa

Una vez obtenido el valor presente de los flujos futuros de la compañía y realizar todos los ajustes que permiten obtener el valor del activo al momento de la valorización, es que se divide el patrimonio económico por el número de acciones, obteniendo así el valor por acción de la compañía.

En la tabla 62, se pueden revisar los ajustes hasta obtener el precio de la acción de SMU al 30 de junio del 2022:

Tabla 62. Valorización económica de SMU en miles de UF

	2S 2022
Valor presente FCL	57.895
Exceso (Déficit) CTON	-4.556
Activos prescindibles	2.155
Valor total de activos	55.494
Deuda financiera	-31.433
Patrimonio económico	24.062
Número de acciones en millones	5.773
Precio de la acción	0,0042
Precio acción proyectado (En CLP)	138
Precio de la acción real (En CLP)	87
Diferencia de precios (En %)	58,52%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero

Como se puede observar de la tabla 62, la diferencia entre el precio de la acción calculado en base a las proyecciones y el precio de la acción real en el día de la

Economía & Negocios

valoración es notable. Esta diferencia se podría explicar por diversos factores, dentro de los cuales se podría mencionar el “factor Sahie”, quien es el principal controlador de la sociedad y quién se vio recientemente envuelto en problemas reputacionales al realizar préstamos desde Vivo Corp a una sociedad de él mismo, rompiendo de esta manera los covenants del contrato. Consiguientemente los acreedores debieron tomar el control de la sociedad, asumiendo pérdidas en parte del capital con el que habían financiado la compañía. Sin duda, el riesgo reputacional es algo que afecta a SMU y que se ve expresado en su valorización bursátil.

Adicional a lo anterior, el IPSA en términos generales había estado siendo castigado en mayor medida que otros índices de economías más desarrolladas, ya que en tiempos de crisis se produce el “flight to quality”, o movimiento de capitales hacia inversiones menos riesgosas, por lo que ven perjudicadas las economías emergentes como la chilena.

El factor tiempo le ha jugado a favor a SMU y a Chile, ya que el precio de la acción ha comenzado una tendencia al alza, como bien se puede observar en la figura 16:

Figura 16: Evolución precio de acción SMU



Fuente: <https://finance.yahoo.com>

Economía & Negocios

8.5 Análisis de sensibilidad

Uno de los elementos claves al momento de valorizar la compañía es la tasa WACC con la que se descuentan los flujos de caja libre. Por otro lado, el flujo de caja libre está muy ligado al crecimiento de ingresos de la empresa por lo que el sensibilizar los distintos niveles de precio de la acción en relación con ambas variables es muy valioso para la toma de decisiones de inversión o cualquier proyecto o plazos que se quieran fijar. En la tabla 63, se puede observar este análisis y el impacto:

Tabla 63. Sensibilización de la tasa WACC

		Crecimiento de ingresos								
		1,63%	2,13%	2,63%	3,13%	3,63%	4,13%	4,63%	5,13%	5,63%
WACC	3,00%	401,45	416,91	432,67	448,76	465,18	481,93	499,02	516,45	534,23
	3,50%	309,13	322,43	336,00	349,85	363,97	378,38	393,07	408,05	423,33
	4,00%	240,07	251,76	263,69	275,85	288,25	300,90	313,80	326,95	340,35
	4,50%	186,52	196,96	207,60	218,46	229,52	240,80	252,30	264,03	275,97
	5,00%	143,82	153,26	162,88	172,68	182,68	192,87	203,25	213,83	224,61
	5,60%	103,03	111,50	120,14	128,94	137,91	147,05	156,36	165,85	175,52
	6,00%	80,10	88,03	96,12	104,35	112,75	121,30	130,01	138,88	147,92
	6,50%	55,74	63,10	70,59	78,22	86,00	93,92	101,99	110,20	118,57
	7,00%	34,95	41,81	48,80	55,91	63,16	70,54	78,06	85,71	93,50
	7,50%	17,01	23,44	29,99	36,66	43,45	50,36	57,40	64,57	71,86
8,00%	1,38	7,44	13,60	19,88	26,27	32,78	39,40	46,14	53,00	

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde Comisión para el mercado financiero y Damodaran

Como es presumible, a mayor crecimiento de ingresos el precio de la acción mejora. Por otro lado, mientras más baja es la tasa de descuento WACC exigida para la inversión más alto será el valor de la acción.

De manera de hacer más simple la visualización se separará el análisis llevándolo a tablas de una variable y se incorporará la fluctuación del precio de la acción para cada nivel esperado.

En la tabla 64 se puede ver el precio del modelo propuesto y como varía con los cambios en la tasa de descuento.

Economía & Negocios

Tabla 64. Precio de la acción ante cambios de la tasa WACC

Tasa WACC	Precio de la acción	Variación %
3,50%	363,97	26,27%
4,00%	288,25	25,59%
4,50%	229,52	25,64%
5,00%	182,68	32,46%
5,60%	137,91	0,00%
6,00%	112,75	-18,25%
6,50%	86,00	-23,72%
7,00%	63,16	-26,56%
7,50%	43,45	-31,21%
8,00%	26,27	-39,53%

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones presentadas previamente

Por último, de manera de validar la importancia del crecimiento de la compañía, se sensibiliza la valorización de la empresa ante distintas tasas de crecimiento. Reforzando la idea de que no necesariamente un local nuevo, aporta la misma venta promedio que los locales que están actualmente en funcionamiento y con cierta consolidación en sus ventas.

Tabla 65. Precio de la acción ante cambios en la tasa de crecimiento de la compañía

Crecimiento anual	Precio de la acción	Variación %
1,5%	100,85	-7,72%
2,0%	109,28	-7,29%
2,5%	117,88	-6,92%
3,0%	126,64	-8,17%
3,6%	137,91	0,00%
4,0%	144,66	4,90%
4,5%	153,93	6,41%
5,0%	163,37	6,13%
5,5%	172,99	5,89%
6,0%	182,79	5,67%

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones presentadas previamente

Como se puede apreciar en la tabla, ante cambios en la tasa de crecimiento por cada 50 puntos base, la acción fluctúa entre 5,67% a 7,72% por lo que es un parámetro clave a tomar en consideración a la hora de invertir en la compañía.

Economía & Negocios

CONCLUSIONES

SMU S.A. es una empresa que proyecta un fuerte crecimiento en términos de ingresos para los próximos años, debido principalmente a la inversión en nuevos locales tanto en Chile como en Perú, totalizando la apertura de 58 locales según su plan estratégico trianual 2023-2025.

Por el lado de la operación, se ve que la empresa sigue promoviendo las eficiencias que ha venido trabajando desde su plan estratégico CIMA (2017). Desde el punto de vista de la distribución en el caso de los costos operacionales y los gastos de personal en el caso de los gastos de administración y ventas, generando mejoras tanto en el margen EBIT como EBITDA.

Es importante señalar que, a lo largo de la historia y específicamente en el período histórico de valoración, no siempre se han cumplido las declaraciones de intención de la compañía, por ejemplo, respecto a lo señalado a la disminución de pasivos en el plan estratégico 2020 – 2022, es por ello que es importante ir monitoreando el cumplimiento de hitos, de manera de validar o ajustar las proyecciones presentadas en el presente informe.

En base al estudio realizado, se han descontado los flujos con una tasa de descuento del 5,6%, que se debiese ir moderando cuando el Banco Central inicie una fase expansiva en su política monetaria.

El precio de la acción calculado al 30 de junio del 2022, en base a las proyecciones anteriormente señaladas es de \$138, un 58,5% mayor que el precio de mercado de SMU a la misma fecha de \$87.

Los análisis y cálculos desarrollados permiten concluir que la acción se ha transado con castigo los últimos años (incluyendo la fecha del 30 de junio del 2022), por diversos motivos, entre los que destacan el “factor Sahie”, el ambiente político, la crisis económica mundial que golpea de manera más fuerte a las economías emergentes, entre otros.

Economía & Negocios

BIBLIOGRAFÍA

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

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

Cencosud S.A. (2022). Estados financieros de Cencosud al segundo trimestre del 2022. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93834000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABBywAAO&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Demodaran Online (2022). Premios por riesgo de mercado de países. Rescatado de <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Éxito S.A. (2022). ¿Quiénes Somos? Recuperado desde <https://www.grupoexito.com.co/es/quienes-somos>

Falabella S.A. y filiales (2022). Estados Financieros Interinos Consolidados 30 de junio de 2022. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90749000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABBy8AAG&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Feller Rate Clasificadora de Riesgo (2022). SMU S.A. Informe de clasificación – octubre 2022. Disponible en <https://feller-rate.com/general2/corporaciones/smu2210.pdf>

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

Fuenzalida G., y Vives (2022). Marcas propias en supermercados: Una opción atractiva para el bolsillo de los consumidores. Recuperado de <https://chocale.cl/2022/08/marcas-propias-supermercados-tendencias-consumidores/>

Inversiones Security (2023). Sector Retail: Presión en discretos continuaría en el corto plazo, consumo básico se mostraría más resiliente. Enero 2023. Disponible en <https://www.inversionessecurity.cl/research/informes>

Economía & Negocios

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

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

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

Ramírez, M. (2023). Top: Los Supermercados On line más populares de Chile. [en línea]. Marketing 4 Ecommerce en internet. 10 marzo, 2023. <<https://marketing4ecommerce.cl/top-los-supermercados-online-mas-populares-en-chile/>> [consulta 10 marzo 2023]

SMU S.A. (2019). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2018 y 2017 y por los años terminados en esas fechas de SMU S.A. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76012676&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABzMAAB&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

SMU S.A. (2019). Memoria anual 2018 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1561562673SMUMemoriaAnual2018.pdf

SMU S.A. (2020). Primera emisión de bonos por línea de títulos al portador desmaterializados a 10 años. Línea 964, series AA y AB. Recuperado de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=e7b88ed95b345edd5f2daceddb51b875VFdwQmVVMUVRVE5OUkUxNIRucFJOVTICUFQwPQ==&secuencia=0

SMU S.A. (2020). Memoria integrada 2019 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1585087455MemoriaIntegradaSMU2019.pdf

SMU S.A. (2021). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2020 y 2019 y por los años terminados en esas fechas SMU S.A. Disponible <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76012676&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABzMAAB&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

SMU S.A. (2022). Memoria integrada 2021 SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1649098371MemoriaIntegradaSMU2021.pdf

Economía & Negocios

SMU S.A. (2022). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2021 y 2020 y por los años terminados en esas fechas de SMU S.A. Disponible en https://www.smu.cl/wp-content/files_mf/1647292170Estados_financieros_202112.pdf

SMU S.A. (2022). Nuestra empresa. Recuperado desde <https://www.smu.cl/nosotros/nuestra-empresa/>

SMU S.A. (2022). Plan Estratégico para el periodo 2023-2025. Disponible en <https://www.smu.cl/inversionistas/noticias-para-inversionistas/>

Troncoso, J. (2017). Supermercados: Hábito de compra impulsa locales más pequeños. [en línea] Diario Financiero en Internet. 18 de abril, 2017. <<https://www.df.cl/empresas/retail/supermercados-cambio-en-habito-de-compra-impulsa-locales-mas-pequenos>> [consulta 10 marzo 2023]

Economía & Negocios

ANEXOS

Anexo 1. Estado de resultados integrales en miles de UF

Estados de resultados en miles de UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22UDM
Ingreso actividades ordinarias	84.243	83.270	81.139	77.894	79.775	80.581
(-) Costo de ventas	60.456	59.553	57.053	54.941	56.520	57.229
Margen bruto	23.787	23.718	24.086	22.953	23.256	23.351
(-) Costo de distribución	921	1.030	1.107	1.059	1.014	1.077
(-) Costo de administración	17.566	17.155	15.984	15.702	14.956	14.844
EBITDA	5.300	5.532	6.995	6.192	7.285	7.430
(-) Depreciación	1.792	1.812	3.046	2.848	2.576	2.522
Resultado operacional - Ebit	3.508	3.720	3.949	3.345	4.709	4.908
Otras ganancias (pérdidas)	126	-386	-298	-283	-475	435
Ingresos financieros	38	46	27	32	53	186
Costos financieros	2.468	2.033	1.768	1.681	1.545	1.494
Participación en asociadas y negocios conjuntos	-73	-108	-118	-33	2	1
Diferencias de cambio	302	24	17	-21	5	0
Resultados por unidades de reajuste	-373	-650	-403	-390	-927	-1.489
Ganancia antes de impuesto	1.059	612	1.406	969	1.822	2.547
Ingreso (gasto) por impuesto a las ganancias	-78	593	-184	-81	432	1.037
Resultado neto	981	1.205	1.222	888	2.254	3.584
Utilidad de operaciones discontinuadas	50	-7	0	138	188	135
Resultado neto incluyendo operaciones discontinuadas	1.031	1.198	1.222	1.026	2.443	3.719

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados.

Economía & Negocios

Anexo 2. Estado de resultados integrales en relación a ingresos

Estados de resultados integrales en % SMU S.A.	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Jun-22 UDM
Ingreso actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
(-) Costo de ventas	71,76%	71,52%	70,32%	70,53%	70,85%	71,02%
Margen bruto	28,24%	28,48%	29,68%	29,47%	29,15%	28,98%
(-) Costo de distribución	1,09%	1,24%	1,36%	1,36%	1,27%	1,34%
(-) Costo de administración	20,85%	20,60%	19,70%	20,16%	18,75%	18,42%
EBITDA	6,29%	6,64%	8,62%	7,95%	9,13%	9,22%
(-) Depreciación	2,13%	2,18%	3,75%	3,66%	3,23%	3,13%
Resultado operacional - Ebit	4,16%	4,47%	4,87%	4,29%	5,90%	6,09%
Otras ganancias (pérdidas)	0,15%	-0,46%	-0,37%	-0,36%	-0,60%	0,54%
Ingresos financieros	0,05%	0,06%	0,03%	0,04%	0,07%	0,23%
Costos financieros	2,93%	2,44%	2,18%	2,16%	1,94%	1,85%
Participación en negocios conjuntos contabilizados usando el método de la participación	-0,09%	-0,13%	-0,15%	-0,04%	0,00%	0,00%
Diferencias de cambio	0,36%	0,03%	0,02%	-0,03%	0,01%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste	-0,44%	-0,78%	-0,50%	-0,50%	-1,16%	-1,85%
Ganancia antes de impuesto	1,26%	0,74%	1,73%	1,24%	2,28%	3,16%
Ingreso (gasto) por impuesto a las ganancias	-0,09%	0,71%	-0,23%	-0,10%	0,54%	1,29%
Resultado neto	1,16%	1,45%	1,51%	1,14%	2,83%	4,45%
Utilidad de operaciones discontinuadas	0,06%	-0,01%	0,00%	0,18%	0,24%	0,17%
Resultado neto incluyendo operaciones discontinuadas	1,22%	1,44%	1,51%	1,32%	3,06%	4,62%

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida desde los Estados Financieros y Análisis Razonados.