

Tesis de Inversión

Rodrigo Gardella B.

Comenzamos nuestra cobertura de SMU con un precio objetivo de \$250 a 12 meses y una recomendación de sobreponderar.

La compañía está presente en el negocio de supermercados a través de Unimarc, su principal cadena. Además, tiene operaciones en supermercados mayoristas (Alvi y Mayorista 10), tiendas por conveniencia (OK Market) y en canal online (Telemercados). El 98% de sus ingresos consolidados provienen de su operación en Chile, mientras sólo el 2% corresponde a Perú.

En los últimos años, SMU ha puesto el foco en mejorar su estructura de capital (aumentos de capital), su estructura financiera (reestructuración de deuda) y su operación por medio del plan estratégico CIMA 2017-2019. Con estas operaciones ha venido mejorando gradualmente su eficiencia, con un margen Ebitda que venía desde 5,9% en 2016 alcanzando 6,6% al cierre de 2018.

Todo lo anterior, a pesar de que en los últimos periodos las ventas por tiendas equivalentes (SSS) de supermercados han sido débiles en la industria en general, explicado en parte por una baja inflación en alimentos y bebidas. Además, la variación de los salarios reales en Chile estuvieron débiles durante la segunda mitad de 2018 (1,5% a/a), lo que está fuertemente relacionado al Índice de Ventas de Supermercados (ISUP) y a los SSS de las compañías de la industria.

Por lo tanto, esperamos que ante alguna recuperación en el crecimiento de los salarios reales (en torno a 2% para 2019 y 2020), los ingresos de la compañía crezcan en torno a un 3% y 4% para los mismos periodos. Esto, sumado a mayores eficiencias le permitiría llegar desde un margen Ebitda de 6,7% en los últimos doce meses a marzo de 2019 hasta 7% en régimen a partir de 2021. Lo anterior no considera el cambio contable de NIIF 16 que rige a partir del 1 de enero de 2019 con respecto a los arriendos de locales, ya que no implica cambios en el flujo de caja

Riesgos

- ↕ Cómo la compañía se compita en e-commerce con su nueva propuesta de venta online que lanzará en la segunda mitad del año.
- ↓ Que la recuperación de la actividad sea más lenta de lo esperado.

SMU

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$250

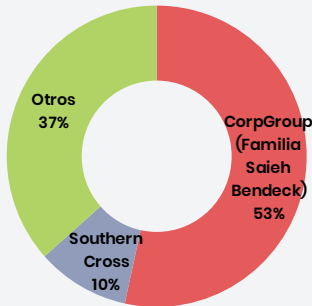
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	SMU
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	250
Precio Actual (\$)	180
Precio Min/Max 12M (\$)	167 / 200
Market Cap (MM US\$)	1.487
Volumen Promedio (MM \$)*	598
Nº Acciones (millones)	5.572,6
Free Float	37%
Peso IPSA	0,0%
Dividend Yield	1,4%

Fuente: Economática

* Promedio últimos 6 meses

Estructura de Propiedad

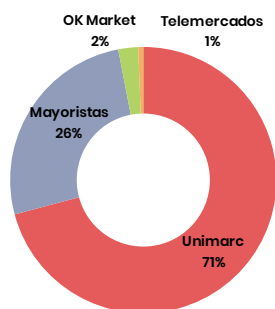


Fuente: Presentación Corporativa y Estudios Security

Descripción de la Compañía, Últimos Cambios Relevantes e Industria

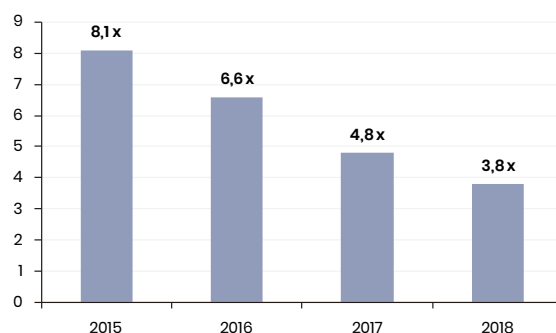
SMU nace el año 2007 cuando Álvaro Saieh Bendeck y su familia compraron la cadena de supermercados Unimarc, con 41 salas de venta. Entre 2008 y 2010, la compañía comenzó un crecimiento inorgánico fusionándose y adquiriendo distintas cadenas (principalmente regionales), alcanzando 316 locales. Luego, en 2011 se fusionó con Supermercados del Sur, con lo que entró a Perú, y además adquiere Construmart, incorporándose al negocio de Mejoramiento del Hogar (MH) y Construcción, terminando el año con 591 tiendas. Al cierre de 2018 la compañía contaba con 529 locales entre Chile y Perú, donde el 98% de los ingresos consolidados provienen de la primera operación y sólo el 2% de Perú. Con respecto a los tipos de negocios que tiene la compañía, la mayoría de los ingresos corresponden a Unimarc, alcanzando el 71% del total (gráfico 1), y durante el año pasado se concretó la venta de Construmart, saliendo del negocio de MH.

GRÁFICO 1: PARTICIPACIÓN DE LOS INGRESOS CONSOLIDADOS SEGÚN SEGMENTO EN 2018 (%)



Fuente: CMF, Estudios Security

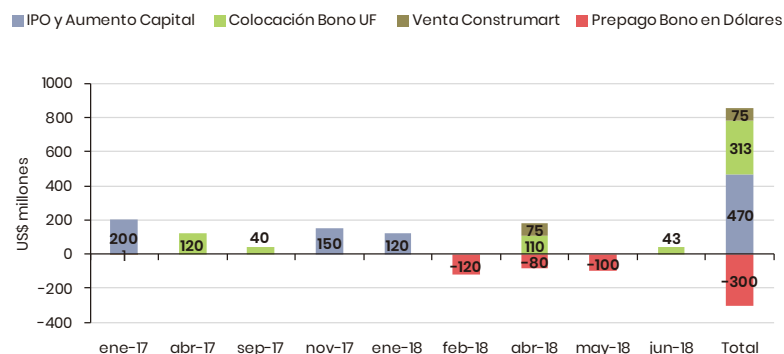
GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DFN/EBITDA A CIERRE DE AÑO (X VECES)



Fuente: CMF, Estudios Security

Este rápido crecimiento le permitió a SMU alcanzar gran escala, sin embargo, le generó dificultades para integrar las nuevas cadenas y un alto nivel de apalancamiento. De esta manera, la compañía llevó a cabo un plan estratégico que incluía fortalecerse financieramente, entre otros aspectos. Así, se realizaron una serie de operaciones que le permitieron bajar el nivel de deuda, disminuyendo su ratio de Deuda Financiera Neta / Ebitda desde 8,1 veces en 2015 a 3,8 veces en 2018 (gráfico 2). Dentro de las operaciones que se hicieron, destacan la apertura a la bolsa, aumentos de capital, venta de Construmart (saliendo del negocio de construcción y MH), colocación de bonos en UF y prepago de bonos en dólares (gráfico 3).

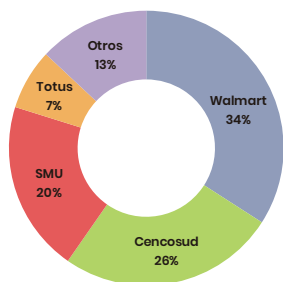
GRÁFICO 3: OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL 2017-2018



Fuente: CMF, Estudios Security

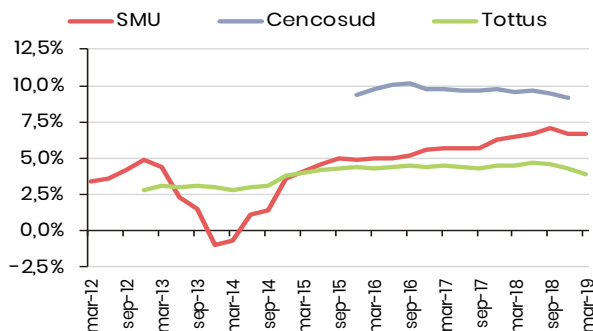
SMU tiene la tercera participación de mercado de la industria de supermercados en Chile, alcanzando el 20% en 2018. En primer lugar se encuentra Walmart con más del 30%, luego Cencosud con un 26% y finalmente Tottus con 7% (gráfico 4). En términos de eficiencia el orden se mantiene, con Cencosud en primer orden de los que reportan con un margen Ebitda de 9,2% en 2018, luego SMU con 6,7% y Tottus con 3,9% (gráfico 5) en sus últimos reportes. Sin embargo, SMU ha tenido una tendencia al alza en términos de márgenes, mientras Cencosud y Tottus han presentado contracciones.

**GRÁFICO 4: PARTICIPACIÓN DE MERCADO
SUPERMERCADOS CHILE (%)**



Fuente: INE, CMF y Estudios Security

**GRÁFICO 5: MARGEN EBITDA ÚLTIMOS DOCE MESES
(UDM) SEGÚN COMPAÑÍA EN SUPERMERCADOS CHILE**



Fuente: CMF y Estudios Security.

Positivas Perspectivas Ante Recuperación en los Precios

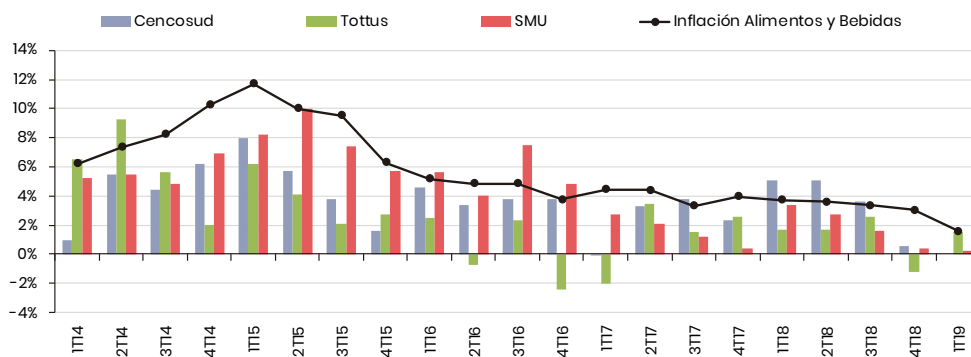
Junto con la apertura a la bolsa, a inicios de 2017 SMU comenzó la ejecución del plan estratégico CIMA para 2017-2019, el cual ha consistido en seis pilares estratégicos con foco en “Crecimiento con Rentabilidad”. Dentro de los pilares, (i) Experiencia del Cliente considera la reconversión de 130 tiendas hacia 2021 para mejorar la experiencia de compra (ya se han realizado 40 al cierre de 2018), potenciar los productos perecibles, la optimización y personalización de promociones, y el crecimiento orgánico de tiendas. La (ii) Eficiencia Operacional busca aumentar la centralización de los inventarios para lograr un mayor control sobre estos y también su disponibilidad en tiendas, disminuyendo el pago a proveedores al ejecutar la logística de inventarios internamente. Con esto, esperan llegar a un 65% centralización logística a 2021, desde 46,6% al cierre del año pasado. Este ítem también incluyó la desvinculación de 1.800 trabajadores durante el primer trimestre de 2018 (en torno a un 5% de su dotación en ese momento), la expansión de la red logística, y la estandarización y automatización de procesos. En cuanto al (iii) Fortalecimiento de la Posición Financiera destaca el aumento de capital, renegociaciones de deuda y eliminación de la exposición al dólar en términos de deuda, donde la exposición al dólar era de 43% al cierre de 2016 y eliminó durante el año pasado con el prepago del bono. Por último, el plan incluye mejoras en (iv) Sostenibilidad, (v) Desarrollo Tecnológico (vi) y Organización Alineada y Comprometida.

Con esto, la compañía ha ido mejorando durante el último tiempo su eficiencia, alcanzando un punto más alto en margen Ebitda de 7,1% en los UDM 3T18, llegando a 6,7% al reporte de los UDM 1T19.

En términos de las ventas por tiendas equivalentes (SSS, en inglés), en los últimos trimestres estos han sido débiles en la industria en general (gráfico 6), lo que en parte está explicado por una baja inflación en alimentos y bebidas.

Por otro lado, la variación del Índice de Ventas de Supermercados (ISUP) está relacionado directamente con la evolución de los salarios reales (gráfico 7). Así, esperamos una recuperación en los salarios reales en torno a 2% promedio para este año y el próximo, con lo que el índice de ventas de supermercados podría crecer sobre el 3% en ambos periodos.

**GRÁFICO 6: VENTAS POR TIENDA EQUIVALENTE (SSS) SUPERMERCADOS CHILE
E INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y BEBIDAS**



Fuente: INE, CMF y Estudios Security

GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN VENTAS SUPERMERCADOS VS SALARIOS REALES*



Fuente: INE, CMF y Estudios Security

* Los salarios reales son 3 meses forward y el ISUP es el promedio de variación anual del trimestre móvil.

Con todo lo anterior, esperamos que ante el crecimiento de los salarios reales en torno a 2% y un aumento en la inflación en alimentos y bebidas a partir del segundo semestre, los ingresos de SMU crecerían en torno a 3% durante este año y 4% en 2019. Junto a esto, con una estructura cada vez más eficiente, esperamos que la compañía mejore su margen Ebitda desde 6,7% en los UDM 1T19 hasta un 7% en régimen, a partir de 2021.

Sector: Retail | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$180 | P. Objetivo: \$250

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	2.257.558	2.295.415	2.364.544	2.455.313	2.545.819
Variación (%)	1,6%	1,7%	3,0%	3,8%	3,7%
Resultado Operacional	94.009	102.554	108.007	114.609	121.379
Variación (%)	17,5%	9,1%	5,3%	6,1%	5,9%
Margen Operacional (%)	4,2%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
EBITDA	142.036	152.502	159.459	168.036	176.776
Variación (%)	8,3%	7,4%	4,6%	5,4%	5,2%
Margen EBITDA (%)	6,3%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%
Utilidad Neta	27.637	33.033	46.702	50.909	57.249
Variación (%)	126,3%	19,5%	41,4%	9,0%	12,5%
Margen Neto (%)	1,2%	1,4%	2,0%	2,1%	2,2%

INDICADORES DE CRÉDITO

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	69%	62%	61%	60%	59%
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	2,1	2,7	3,5	3,6	3,8
Liquidez Corriente (x)	0,87	0,69	0,72	0,74	0,76
Deuda Neta / Ebitda (x)	4,84	3,81	3,57	3,30	3,05
Deuda Financiera (MM \$)	686.873	581.460	569.063	554.807	538.413

VALORIZACIONES

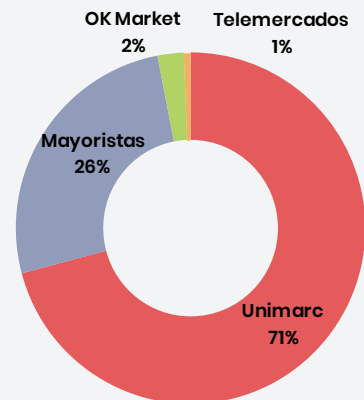
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	187,9	191,0	180,0	180,0	180,0
Precio Utilidad (x)	36,5	33,4	22,2	20,4	18
EV / Ebitda (x)	11,9	11,0	10,1	9,5	8,9
Bolsa Libro (x)	1,7	1,6	1,4	1,4	1,3
Precio Ventas (x)	0,45	0,48	0,44	0,42	0,41
ROA (%)	1,5%	1,8%	2,5%	2,7%	2,9%
ROE (%)	4,7%	4,8%	6,4%	6,7%	7,1%

Fuente: Economática

Descripción de la Compañía

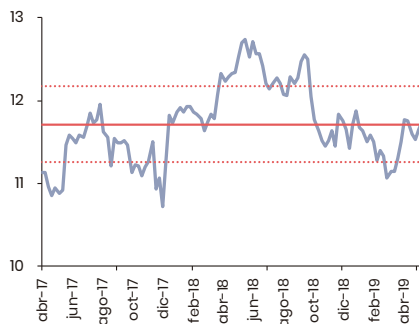
SMU está presente principalmente en la industria de supermercados en Chile. La mayoría de sus ingresos provienen de Unimarc, luego del segmento mayorista (Mayorista 10 y Alvi), y en menor medida del formato de tiendas por conveniencia (OK Market) y Telemercados. El 98% de sus ingresos consolidados pertenecen a la operación en Chile y sólo el 2% a Perú.

Distribución Ingresos



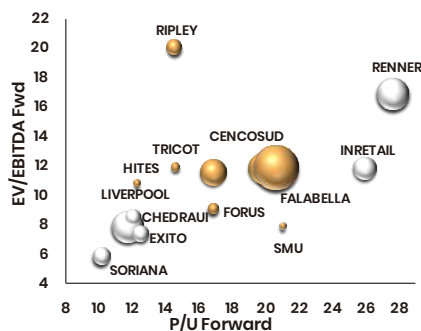
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EV/EbitdaTrailing



Fuente: Economática y Estudios Security.

Comparables



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente de Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Rodrigo Gardella B.
Analista de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Sebastián Barrios S.
Analista de Inversiones
sebastian.barrios@security.cl

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@security.cl

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.