



VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A. COLOMBIA

MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)

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

Alumno: Diego Araos Muñoz

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin

Santiago, Mayo 2015

Te dedico esta tesis de grado a ti, que vienes en camino, te hemos esperado por mucho tiempo y llegarás a completar nuestra familia; todo el esfuerzo entregado durante este último año de estudios fue en función de preparar tu llegada

Agradezco y dedico también a mi Esposa Francisca por su infinita paciencia y por apoyarme en los momentos de necesidad; y por sobre todas las cosas estar ad portas de darme el mejor regalo que podría recibir en mi vida, el regalo de ser padre próximamente. No puedo dejar de agradecer a Simón y Gaspar por su eterna alegría y cariño, que levantan mi ánimo sin pedir nada a cambio. Finalmente solo palabras de gratitud a todos aquellos familiares y amigos que me apoyaron en este largo proceso.

Contenido

1. Resumen Ejecutivo	3
2. Metodología de Valoración	4
2.1. Método de Flujos de Caja Descontados.....	5
2.2. Método de Múltiplos.....	8
3. Antecedentes de la Empresa	10
3.1. Reseña histórica.....	14
3.2. Negocios.....	16
3.3. Accionistas	18
3.4. Estructura Organizacional.....	19
3.5. Antecedentes Industria.....	21
3.6. Antecedentes financieros Almacenes Éxito	25
3.7. Análisis Operacional del Negocio	30
4. Valoración de almacenes Éxito.....	40
4.1. Estructura de Capital Almacenes Éxito	40
4.2. Costo Patrimonial y Costo de Capital	43
4.3. Proyección de EERR.....	49
4.3.1. Análisis de Activos	49
4.3.2. Proyección Ingresos	53
4.3.3. Proyección Costos	58
4.3.4. Proyección de Ingresos y Gastos No Operacionales	61
4.3.5. Ganancia antes de Impuestos.....	65
4.3.6. Proyección Impuestos	66
4.3.7. Estado de Resultados Proyectado	77
4.4. Flujo de Caja Libre	78
4.5. Valoración por flujo de caja descontado.....	82
4.6. Análisis de Sensibilización.....	84
4.7. Valoración mediante Múltiplos financieros.....	85
5. Conclusiones.....	87
6. Anexos	90

1. Resumen Ejecutivo

Tal como lo menciona el título este documento trata sobre la Valorización de Almacenes Éxito, empresa Colombiana de retail de amplia cobertura dentro de su país. ¿Cuál es el valor de esta gran empresa? Es la pregunta, ¿Este sobre valorado en el mercado? ¿Quizás Sub valorada?; esas son interrogantes que deseamos responder a través de este trabajo, conocer cuál es el valor que nosotros estimamos debe tener almacenes Éxito.

Para cumplir ese objetivo es que dividimos el trabajo en distintas etapas. Primeramente se explican los métodos de valoración que se utilizarán sobre la firma, su sustento teórico y la forma en que se debe aplicar cada metodología.

En una segunda etapa se describe almacenes Éxito, su funcionamiento, su posicionamiento dentro del mercado Colombiano, su historia, quienes son sus administradores, como operan dentro del mercado colombiano, entre otros antecedentes que permitan visualizar a la empresa y entender su negocio, de forma tal que sin importar la expertiz del lector, se familiarice con almacenes Éxito.

Posteriormente se procede a analizar los resultados históricos de la compañía, sus ratios financieros, sus valores accionarios, índices de deuda, estados de resultados, etc. En resumen se busca contextualizar el status financiero y económico en el cual se encuentra almacenes Éxito

El análisis continúa con el meollo del problema que da pie a esta investigación, ¿Cuál es el valor de almacenes Éxito?; para esto se presentan dos mecanismos de valoración, con énfasis en el uso de valoración mediante flujo de caja descontado, apartado en el cual se dan a conocer todos los supuestos que respaldan el análisis y el resultado final de la Valorización. Un segundo método utilizado para contrastar es el de los múltiplos financieros, el cual permite comparar valorizaciones. Estos análisis finalmente permiten llegar a una conclusión en cuanto al Valor de Almacenes Éxito y su comparativa con el valor de mercado a la fecha de análisis.

2. Metodología de Valoración

Valorar una empresa; una frase que pareciera encerrar un concepto simple, determinar cuál es el valor de una empresa en cuestión, sin embargo, esa simple frase encierra un sin número de posibilidades, el valor que tiene la misma empresa “A” puede diferir significativamente entre analistas dada la Heterogeneidad de criterios existentes entre estos, distintos métodos de valoración, diferentes mecanismos de proyección o simplemente diferentes lecturas de la información. Y mientras los argumentos sean veraces, la opinión que se exprese no tendría por qué ser cuestionada.

En la literatura es posible encontrar variados métodos de valoración de empresas aceptados por los analistas; y es en función de estos métodos que se dará una opinión en relación a la valoración de la empresa Almacenes Éxito.

La valoración de Empresas se puede realizar a través del Método de Flujos de caja Descontados, modelo de descuento de dividendos, comparables o múltiplos y opciones reales¹; siendo estos solo un grupo de metodologías de valoración que ofrece la literatura y los más conocidos.

Nos concentraremos en adelante en el método de flujo de caja descontado y múltiplos financieros, el primero es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

2.1. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.²

En un 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, éste 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, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

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

² Aswath Damodaran. “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. Second Edition (2002), 382p.

supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por

último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

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

2.2. 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.

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.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los 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, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos³:

Múltiplos de Ganancias:

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

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada

³ Maqueira, Carlos. Notas de clases: Valoración de Empresas

positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

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

3. Antecedentes de la Empresa

Almacenes Éxito es la empresa de Retail líder del mercado Colombiano, la cual ha presentado un sostenido e importante crecimiento durante los últimos años. Según el último informe “Retail Book” de la firma Kantar Wordpanel⁴, las compras de los hogares Colombianos se concentran en su mayoría a través de los canales tradicionales (tiendas y almacenes de Barrio 52% aprox.), por otro lado si hablamos de cadenas de Supermercados, estas se llevan cerca del 48% del total de las compras de los hogares Colombianos, porcentaje que se encuentra distribuido en 9 grandes cadenas, pero destacan de sobremanera 3, las cuales son Almacenes Éxito, Olímpica y Cencosud, las cuales concentran más del 70% del mercado retail Formal; y en particular como nos interesa, almacenes Éxito posee más del 40% de participación de Mercado.

Esta participación de mercado de Almacenes Éxito se observa de manera transversal a través de los distintos niveles socioeconómicos de Colombia, gesto logrado a través de un sistema multiformato de Distribución y Ventas, a través de las marcas Surtimax, Éxito y Carulla; cada una de estas marcas con su respectivo público objetivo.

Además de ser el principal actor del mercado colombiano, Almacenes Éxito tiene desde el año 2011 una significativa participación en el Mercado Uruguayo, participación que se gestó a través de la adquisición del grupo Spice Investment S.A. con sus marcas de supermercados Devoto, Disco y Geant.

⁴ Empresa Multinacional con 40 años de experiencia, especialista en investigaciones de mercados basados en Paneles de Consumidores. Estudio realizado entre los periodos Junio 13 a Julio 14

La siguiente lámina da cuenta de la participación de Mercado de las principales cadenas de supermercados en el mercado Colombiano según el “Retail Book” de Kantar WorldPanel.

Cuadro N° 1: Gasto por principales Almacenes de Cadena



Como se mencionó en un principio Almacenes Éxito es líder en el mercado Colombiano, y ésta participación es transversal en los estratos socioeconómicos, y a la vez en las distintas regiones del país, con menor posicionamiento en las urbes de menor tamaño, pero con un fuerte arraigo en las principales ciudades del país.

Dentro de los competidores principales aparecen Olímpica y Cencosud; la primera es una cadena de Retail 100% Colombiano, con más de 50 años de experiencia; mientras que Cencosud es uno de los más grandes conglomerados de Retail de América Latina, y con participación en Chile, Colombia, Brasil, Argentina y Perú; y al igual que Almacenes Éxito ha desarrollado una estrategia Multiformato para posicionarse en, lo que lo transforma en competidor directo de Almacenes Éxito en Colombia.

El Grupo Éxito es una organización comercial, líder del mercado de ventas al detalle con 484 almacenes en toda Colombia, además de 54 en Uruguay al 3er Trimestre del año 2014.

Desarrollan una estrategia multi-marca, multi-formato, multi-industria y multi-negocio, que emplea a 41.000 personas. La distribución de sus productos las realiza a través de 3 formatos distintos de tiendas, Surtimax, Éxito y Carulla; cada uno enfocado a un distinto segmento socioeconómico.⁵

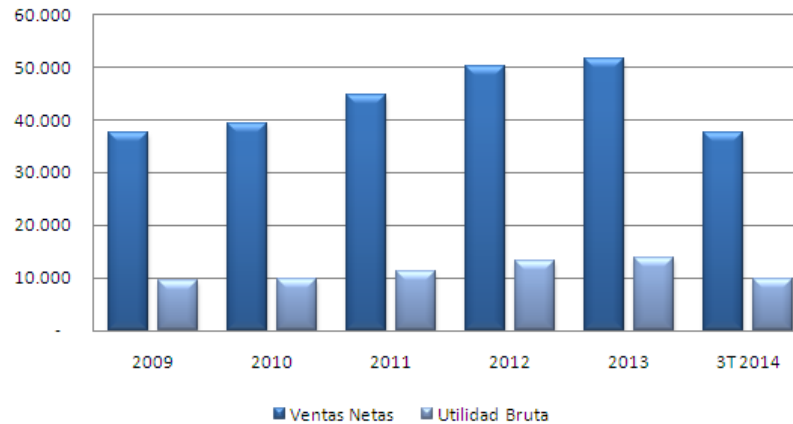
Almacenes Éxito se encuentra a través de toda Colombia, tanto en las ciudades principales, así como en los municipios de más pequeños, el cuadro a continuación da muestra de la distribución de Almacenes Éxito a través de sus distintas marcas al cierre del 3er Trimestre del 2014.

Cuadro N°2: Número de Almacenes y Área de Ventas

Marca	N° Almacenes	Area de Venta (m2)
Éxito	242	607.183
Carulla	86	74.222
Surtimax	154	80.634
Otros	2	3.242
Total Colombia	484	765.281
Devoto	24	33.183
Disco	28	30.400
Geant	2	16.021
Total Uruguay	54	79.604
Total Grupo Éxito	538	844.885

⁵ Durante Septiembre del 2014 se aceptó la adquisición de Súper Inter, lo que significó un incremento del 2% en la participación del Mercado Nacional Colombiano

Gráfico N° 1: Evolución Ventas y Utilidad Bruta (MM UVR)



En términos reales sus ventas han mantenido un constante crecimiento, lo cual se espera se mantenga durante el 2014, dado que al 3er trimestre se supera en términos reales lo que se tenía para idéntico trimestre del año anterior.

La empresa Almacenes Éxito es una sociedad anónima abierta que se cotiza en la bolsa de valores de Colombia. La describimos a través de la siguiente Ficha Técnica.

Cuadro N°3: Resumen Antecedentes Almacenes Éxito en Bolsa de Valores de Colombia

	Observaciones
Razón Social	ALMACENES EXITO S.A.
Rut (NIT)	890900608-9
Nemotécnico	EXITO ⁶
Industria	Comercial ⁷
Regulación	Control Exclusivo de la Superintendencia Financiera de Colombia

Las acciones de almacenes Éxito son altamente liquidas, poseen un alto nivel de movimiento dentro del mercado Colombiano, y a la vez es parte de los principales índices accionarios de la Bolsa de Valores de Colombia como podremos observar en los capítulos siguientes.

⁶ Nemotécnico correspondiente a la Bolsa de Valores de Colombia. Participe del MILA.

⁷ Comercio minorista o al detalle, es un equivalente a la Industria de Retail en Chile

3.1. Reseña histórica

En el año 1905 nace la marca “Carulla” en Bogotá, por iniciativa de Don Jose Carulla Vidal

El año 1922 comienza l el “Ley” en Barranquilla fundado por Luis Eduardo Yepes

En 1949 Don Gustavo Toro Quintero funda “Éxito” en Medellín, en un pequeño local en el sector de Guayaquil, inicialmente sus actividades se enfocaban en el negocio Textil, el cual creció rápidamente, crecimiento tal que ya para la década de los 70 le permitió diversificar su negocio, introduciendo un nuevo formato comercial, mezclando ventas de textiles con productos de consumo masivo

En 1959 “Cadenalco” inicia su historia como propietaria del “Ley”

En 1969 Alberto Azout funda la cadena “Vivero en Barranquilla”

Gracias los buenos resultados de la empresa durante la década de los 70 y comienzos de los 80's, se continuo la expansión de puntos de ventas dentro de Medellín. En 1982 se creó la Fundación Éxito; y a finales de la década, en 1989 abrieron su primer punto de venta fuera de su ciudad sede, este local fue el Éxito calle 80 en la ciudad de Bogotá.

En 1994 Éxito lista su acción en las Bolsas de Valores de Medellín, Bogotá y Occidente.

En 1995 Éxito adquiere 10,5% de las acciones de “Cativen” en Venezuela

En 1998 comienza a operar la tienda virtual www.exito.com

En 1999 el grupo Casino adquiere 25% de las acciones de Almacenes Éxito, al mismo periodo que Almacenes Éxito obtiene la mayoría accionaria de “Cadenalco”

Durante el año 2001 se produce la fusión de Almacenes Éxito y “Cadenalco” dueño de las marcas “Ley” y “Pomona” entre otras.

El año 2005 abre su negocio inmobiliario y se da el punta pie inicial a la Tarjeta Éxito en asociación con Bancolombia.

Para el año 2007 el grupo Casino obtiene la mayoría accionaria de Almacenes Éxito y nace el negocio de Viajes Éxito. El negocio más importante del periodo es la adquisición de la propiedad del grupo Carulla Vivero.

El año 2008 se inicia el negocio complementario de seguros Éxito, a la vez que se crea el formato de Bodega Surtimax, destinado al segmento socioeconómico más bajo y se inicia la operación de estaciones de Servicio.

El 2009 se firma la alianza comercial entre Almacenes Éxito y “Cafam”

Durante el año 2010 se produce la fusión con Carulla Vivero, a la vez que nace el formato Éxito Express. Un hecho relevante acontecido durante este año es la pérdida de la propiedad DE LAS ACCIONES “Cativen” en Venezuela, tras la compra de las acciones por parte de la República bolivariana; con esto se pierde la presencia Internacional que ostentaba el Grupo.

Para el 2011 se produce uno de los hechos más relevantes de la última década, se prodúcela adquisición del 100% de las acciones de Spice Investment Mercosur, compañía propietaria de las cadenas de mercados Disco y Devoto, Lideres en Uruguay.

3.2. Negocios

Almacenes Éxito además cuenta con unidades de negocio y servicios que complementan su Oferta, un resumen de estas son las siguientes:

- **Tarjeta Éxito:** Es una alternativa de crédito de consumo, en alianza con Tuya S.A. filial de Bancolombia, para dar soluciones a las necesidades de compra de los clientes. Actualmente la Tarjeta Éxito puede usarse en todos los almacenes Éxito, Carulla y Surtimax, y en más de 120 establecimientos asociados.
- **Negocio Inmobiliario:** Unidad de negocio que se concentra en: Conceptualización de negocios inmobiliarios, Compra de tierras, Desarrollo y construcción de proyectos, Comercialización de áreas comerciales y su administración. Cuenta con más de 700 socios comerciales y tiene presencia en 54 municipios en grandes, medianas y pequeñas ciudades, con sus centros comerciales de la marca Viva y las galerías.
- **Seguros Éxito:** Negocio complementario que ofrece, en convenio con Suramericana, un amplio portafolio de pólizas de seguros (de vida, estudio, mercado, automóvil, entre otros). Cuenta con más de 350 puntos de venta directos en diferentes ciudades colombianas y más de 822.000 personas aseguradas.
- **Viajes Éxito:** Unidad de negocio enfocada a generar y ofrecer tiquetes, hoteles, paquetes turísticos y otros productos complementarios, a precios asequibles y con facilidades de crédito. Tiene más de 64 oficinas en 25 municipios, y en 2012 aumentó un 19% el número de clientes.
- **Móvil Éxito:** Complementa la oferta comercial del Grupo Éxito con un servicio de telefonía móvil bajo la modalidad de Operador Móvil Virtual, un servicio enfocado a usuarios fidelizados de los almacenes y su núcleo familiar.

- **Estaciones de Servicio:** Venta de combustibles. Se ofrecen también productos para el cuidado y mantenimiento del vehículo y la expedición del Seguro Obligatorio, Kit de Carretera, bebidas entre otros. Hoy funcionan 20 estaciones en 12 municipios del país, operadas directamente por personal del Grupo Éxito.

El negocio de Almacenes Éxito es variado, en el cuadro a continuación es posible observar la variedad de marcas que posee el grupo:

Cuadro N°4: Principales Marcas de Almacenes Éxito⁸



⁸ Fuente Pagina Web Almacenes Éxito. www.grupoexito.com.co

3.3. Accionistas

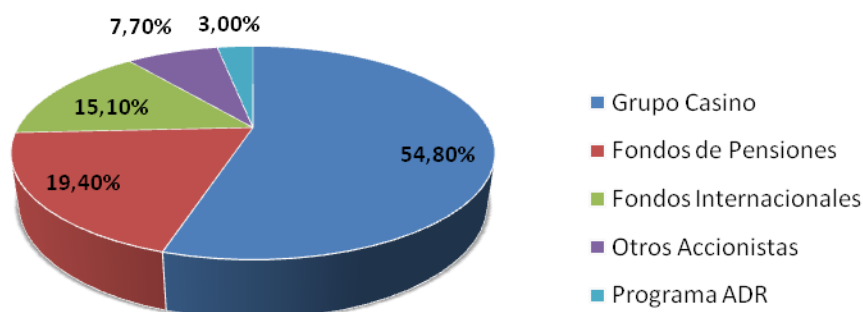
El principal accionista de Almacenes Éxito es el Grupo Francés Casino S.A. el cual posee el 54,8% de la propiedad, el resto de los accionistas principales los podemos observar en el cuadro a continuación:

Cuadro N°5: Principales Accionistas⁹

Nombre del Accionista	N° Acciones Ordinarias	% Participación
Geant International B.V.	172.417.398	38,52%
Geant Fonciere B.V.	47.725.428	10,66%
Fondo de pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	39.599.444	8,85%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	24.391.991	5,45%
ÉXITO ADR Program	13.474.964	3,01%
Latic-Latam Investment Company LLC	12.898.313	2,88%
Oppenheimer Developing Markets Fund	12.282.111	2,74%
Bergsaar B.V.	12.130.244	2,71%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	10.525.000	2,35%
Alianza Fiduciaria S.A. Fideicomiso ADM Sonnenblume	7.558.552	1,69%
Colombiana de Comercio S.A.	5.447.520	1,58%
Fondo Bursatil Ishares COLCAP	5.126.735	1,22%
Otros	82.077.151	18,30%
Total	447.604.316	100%

Lo anterior se puede traducir en la siguiente distribución de propiedad:

Gráfico N°2: Participación porcentual de Principales Accionistas

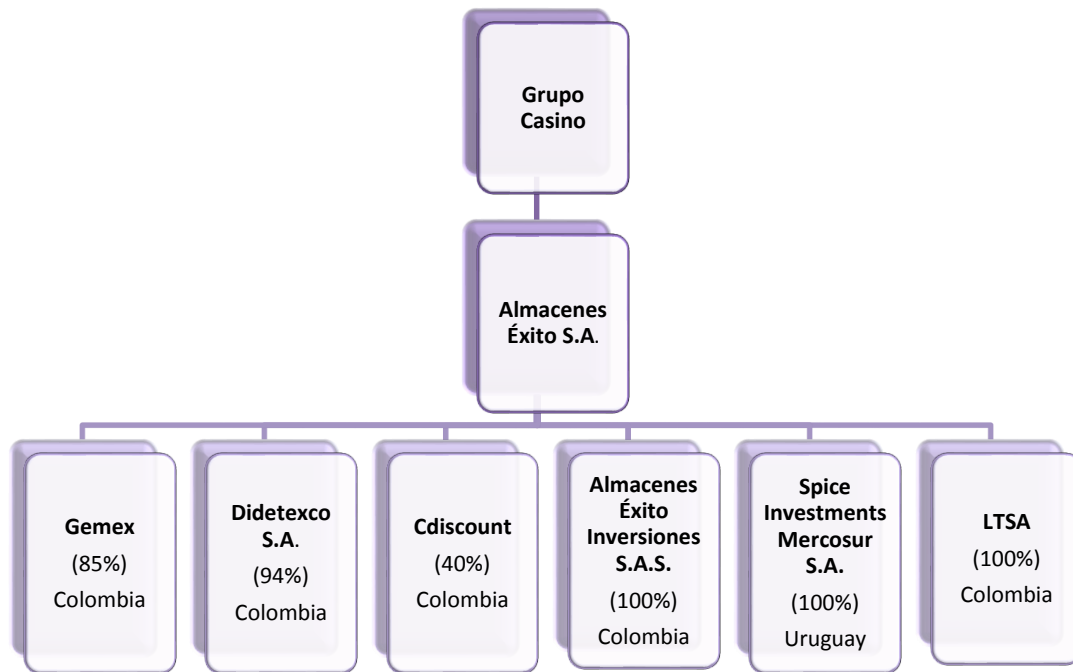


⁹ Fuente Elaboración Propia en función de antecedentes proporcionados por almacenes Éxito en Página Web www.grupoexito.com.co

3.4. Estructura Organizacional

La estructura Empresarial de Almacenes Éxito se presenta de la siguiente manera:

Cuadro N° 6: Estructura Organización



Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A. (Didetexco): Empresa de textiles y confecciones fundada en 1954. Esta nació como parte del Departamento Comercial de Almacenes Éxito y confeccionaba blusas de colegio, delantales, jeans y camisas para trabajo. A partir de 1976 cambió su razón social por Distribuidora de textiles y Confecciones LTDA., Didetexco y en 1986 se transformó en sociedad anónima. En la actualidad produce las prendas que conforman el portafolio de marcas propias de vestuario. Didetexco S.A es filial de la empresa Almacenes Éxito S.A, contando con una trayectoria de 35 años. Tiene por objeto social la confección de textiles para ser distribuidos en estos almacenes. La compañía realiza actividades de exportación a Venezuela y Ecuador.

Almacenes Éxito Inversiones S.A.S: Está encargada de constituir, financiar, promover, invertir individualmente o trabajar con otras personas naturales o jurídicas, en la conformación de sociedades, empresas o negocios, que tengan el objetivo de

producir bienes, objetos, mercancías, artículos o elementos, o la prestación de servicios relacionados con la actividad de establecimientos comerciales

Carulla Vivero Holding Inc.: Es una compañía domiciliada en las Islas Vírgenes Británicas, cuyo objeto social es realizar negocios para invertir, comprar, poseer, adquirir, vender, asignar o administrar cualquier bien e inmueble. Carulla Vivero S.A. fue absorbida por Almacenes Éxito S.A. en Septiembre del 2010.

Spice Investments Mercosur: Es propietaria del 96.5% de la sociedad Lanin S.A y del 62.5% de la sociedad Grupo Disco Uruguay S.A, que posee las cadenas que operan bajo las marcas Disco, Devoto y Geánt. Es la encargada de operar estas marcas en el mercado Uruguayo

Cdiscount: Tienda Virtual de Comercio perteneciente al Grupo Éxito en Colombia, pero marca asociada al Grupo Casino. Tienda virtual que se enfoca en ofrecer las mejores opciones en variedad y precio para comprar por internet todo tipo de artículos, por ejemplo de Audio y Video, Informática, Consolas y videojuegos, Electrodomésticos, Tecnología, Accesorios de vehículos, Entretenimiento, etc. Esta tienda se considera un vehículo de potenciamiento del E-Commerce Colombiano.

Gemex O&W S.A.S.: Empresa adquirida el año 2013 con motivo de diversificar el portafolio de negocios de Almacenes Éxito, la actividad de Gemex consiste en la comercialización de productos para el hogar a través del canal de la venta por catálogo.

3.5. Antecedentes Industria

Como se mencionó en los antecedentes de la empresa, la Industria de comercio está liderada por almacenes Éxito, y de una forma contundente, su más cercano perseguidor no alcanza siquiera el 50% del total de los ingresos que obtiene Almacenes Éxito. Por otro lado la Cadena Cencosud, que en formato más se asemeja a Almacenes Éxito no ha logrado consolidar su marca, incluso ha visto disminuida su participación de Mercado por debajo de lo que Carrefour obtenía previo a su venta al holding Chileno.

El siguiente cuadro muestra que Almacenes Éxito, es la 3ra empresa más grande de Colombia, algo que ha logrado obtener a través de una continua estrategia de diversificación.

Cuadro N° 7: Listado 2000 Empresas más grande del país¹⁰

TOP 10 DE LAS GRANDES SUPERFICIES MÁS VENDEDORAS							
Cifras en millones							
Ranking Sector 2.000	Razon social	Ingresos Operativos 2014	Variación 14/13 ingresos	Variación 14/13 Patrimonio	Utilidad Neta 2014	Variación 14/13 Utilidad neta	
1	3	Almacenes Exito **	\$10.763.015	6,25%	3,8%	\$458.865	4,67%
2	13	Olimpica	\$4.247.683	11,14%	12,99%	\$104.479	12,22%
3	14	Cencosud Colombia	\$3.966.378	3,35%	3,02%	-\$265.705	8,99%
4	17	Colombiana de Comercio	\$3.535.072	15,12%	30,44%	\$100.530	14,64%
5	24	Sodimac Colombia	\$2.858.375	10,85%	3,81%	\$126.284	14,35%
6	40	Samsung Electronics	\$1.910.739	0,91%	20,07%	\$12.873	34,89%
7	49	Lg Electronics Colombia	\$1.511.780	19,75%	70,16%	-\$29.786	79,35%
8	54	Falabella Colombia	\$1.412.764	13,4%	6,76%	\$26.056	52,7%
9	59	Almacenes La 14	\$1.347.454	4,21%	0,10%	\$9.891	307,61%
10	82	Comer. Giraldo y Gomez y Cia	\$1.056.152	28,86%	368,31%	\$171.156	19,6%

Fuente: Supersociedades / Gráfico: LRV/CM

¹⁰ Fuente Superintendencia de Sociedades de Colombia. Informe Anual de top 200 empresas más grandes de Colombia. Apartado almacenes de Cadenas

Dado que el negocio de almacenes Éxito, se podría decir no tiene competencia, pues Olímpica presenta un formato bastante distinto, es más su estrategia se ha basado en tratar de no competir directamente con Almacenes Éxito, ni siquiera ha entrado al negocio del E- Commerce, quedaría como competencia directa Cencosud, a través de su cadena Jumbo, y es por esto que se consideró relevante analizar un poco más detenidamente el negocio de Cencosud. También a modo de comparativa, a pesar de que su negocio no se encuentra posicionado en Colombia damos un vistazo a lo que es a grandes rasgos el negocio de Falabella.

Al 3er Trimestre del 2014 uno de los principales competidores de Almacenes Éxito en Colombia es Cencosud; y Falabella por otro lado también se encuentra en ese Mercado con menor participación, pero con estructura similar apalancando su negocio.

Cencosud S.A. es una de las principales compañías en el mercado de retail latinoamericano con presencia en los cinco mercados más relevantes de la región y una estrategia multi-formato y multi-marca. Con casa matriz en Chile, cuenta con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, además de una oficina comercial en Shanghai, dando empleo directo a más de 150.000 personas. A septiembre 2013 posee 915 hipermercados y supermercados, 85 tiendas de mejoramiento del hogar y construcción, 29 centros comerciales, 80 multi-tiendas Paris y Johnson, y una cartera de retail financiero que alcanza USD1.140 MM en Chile, Perú y Argentina.

Cuadro N° 8: Resumen Descriptivo Cencosud

Nombre de la Empresa	Cencosud S.A.
Ticker o Nemotécnico	CENCOSUD
Clase de Acción	A
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail

Falabella es uno de las principales compañías de retail de Latinoamérica. Con más de 125 años de trayectoria, cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil, y a partir del año 2015 sumará Uruguay. El Grupo cuenta con cinco áreas de negocios principales: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria. En el negocio de las tiendas por departamento es líder en todos los países en que tiene operaciones, mientras que en mejoramiento del hogar, lidera los mercados de Chile, Perú y Colombia. Además, es el principal emisor de tarjetas de crédito en Chile y Perú y el mayor operador de centros comerciales en ambos países.

Cuadro N°9: Resumen Descriptivo Falabella

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. FALABELLA
Ticker o Nemotécnico	FALABELLA
Clase de Acción	A
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Falabella está ubicada en el sector Comercio, específicamente venta al detalle, o por menudeo. Su Actividad CIU o clasificación Industrial es de Comercio al por menor de prendas de vestir y sus accesorios. Código CIU: G5233

A modo comparativo describimos algunos de los negocios en los cuales se encuentran ambas empresas:

Cuadro N° 10: Descripción de Negocios Cencosud y Falabella

CENCOSUD

Unidad de Negocio	3T 2014 CLP MM	3T 2013 CLP MM	Ene-Sep 2014 CLP MM	Ene-Sep 2013 CLP MM	Importancia Relativa EBITDA Ene-Sep 2014
Supermercados	\$ 95.055	\$ 96.069	\$ 277.505	\$ 279.616	55,6%
Mejoramiento del Hogar	\$ 21.116	\$ 18.757	\$ 82.596	\$ 60.103	16,6%
Tiendas por departamento	-\$ 2.481	\$ 3.689	\$ 7.072	\$ 25.311	1,4%
Centros Comerciales	\$ 37.228	\$ 40.037	\$ 118.173	\$ 113.096	23,7%
Servicios Financieros	\$ 31.699	\$ 30.413	\$ 92.660	\$ 62.801	18,6%
Otros	-\$ 22.836	-\$ 25.455	-\$ 79.035	-\$ 65.215	-15,8%
Desconsolidación Operaciones Discontinuas (O.D.)	-\$ 21.026	-\$ 25.532	-\$ 63.538	-\$ 46.181	
EBITDA Ajustado	\$ 138.756	\$ 137.976	\$ 435.432	\$ 429.531	
Margen	5,30%	5,50%	5,50%	5,70%	
EBITDA Ajustado con O.D.	\$ 159.782	\$ 163.509	\$ 498.970	\$ 475.711	
Margen	6,00%	6,50%	6,40%	6,40%	

FALABELLA

Unidad de Negocio	3T 2014 CLP MM	3T 2013 CLP MM	Ene-Sep 2014 CLP MM	Ene-Sep 2013 CLP MM	Importancia Relativa EBITDA Ene-Sep 2014
Supermercados	5,12	7,15	14,68	20,49	2,2%
Mejoramiento del Hogar	32,63	40,61	103,30	129,98	13,7%
Tiendas por departamento	12,76	0,93	38,03	3,00	0,3%
Centros Comerciales (Plaza S.A.)	67,76	75,26	197,77	220,94	23,3%
Servicios Financieros (CMR)	49,44	60,14	149,69	179,67	19,0%
Banco Falabella Chile	11,26	24,56	30,44	76,16	8,0%
Peru	\$ 75	\$ 81	\$ 212	\$ 228	24,0%
Colombia	\$ 10	\$ 19	\$ 30	\$ 55	5,8%
Argentina	\$ 11	\$ 11	\$ 31	\$ 31	3,3%
Brasil	\$ 7	\$ 1	\$ 0	\$ 3	0,3%

Como se observa, ambos Holdings son potenciales competidores de almacenes Éxito, la diferencia radica en que almacenes Éxito a consolidado su marca en Colombia de una manera muy potente, su consumidor es fiel, y su marca potente y sinónimo de Éxito, aunque suene redundante, dentro de Colombia.

3.6. Antecedentes financieros Almacenes Éxito

Al 30 de Septiembre del 2014 solo se encuentra vigente un Bono de Almacenes Éxito, el cual corresponde a una transferencia de la deuda desde Carulla S.A, hacia Almacenes Éxito, el cual quedo con la obligación de pago del mismo al momento de adquirir la compañía antes mencionada; todo esto con el aval de la Superintendencia de Valores de Colombia.

Cuadro N° 11: Descripción Bono Ordinario

	Observaciones
Bono	COG06CBBO017
Nemotécnico: Bolsa de Colombia	BCRL0059V Activo sin transacciones desde 2007
Fecha de Emisión	05/05/2005
Valor Nominal (VN o D)	MM\$10 – 15.000 Bonos Ordinarios – Equivalente a MM\$150.000
Moneda	COP (Peso Colombiano)
Tipo de Colocación	Nacional. Bono Ordinario
Fecha de Vencimiento	05/05/2015
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	IPC + 7,5% - Usa Tasa de Rendimiento equivalente a $(1+IPC12m) \times (1+Margen) - 1$ IPC solo se considera en entregado por el DANE
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	40
Periodo de Gracia	Sin Periodo de Gracia.
Motivo de la Emisión	100% destinado a Sustitución de pasivos Financieros
Clasificación de Riesgo	Clasificación AA+ otorgada por Duff & Phelps Colombia
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	12,89% - Fuentes Bolsa de Valores de Colombia
Precio de venta el día de la emisión.	MM\$10 Tuvo un valor el Bono de 100 – Se colocó a la par
Valor de Mercado	El valor de Mercado al día de la transacción fue equivalente al nominal, se tranzo a la par. El valor más recientemente transado corresponde al 14 Diciembre del 2007, donde se tranzo por sobre la par a un precio de 107,33 y a una tasa de Mercado del 12%, con un valor del mercado del Bono de MM\$10,72.

Cuadro N°12: Tabla de Pagos de Bono Ordinario

N_Cuota	Periodo	Año/me s	IPC 12m	Tasa	Cupón	Pago Interes	Amortización	Saldo Insoluto (MM)
0	05/05/2005	May-05	5,01%	12,89%			-	150.000
1	05/08/2005	Ago-05	4,91%	12,78%	4.792	4.792	-	150.000
2	05/11/2005	Nov-05	5,27%	13,17%	4.937	4.937	-	150.000
3	05/02/2006	Feb-06	4,56%	12,40%	4.651	4.651	-	150.000
4	05/05/2006	May-06	4,12%	11,93%	4.473	4.473	-	150.000
5	05/08/2006	Ago-06	4,32%	12,14%	4.554	4.554	-	150.000
6	05/11/2006	Nov-06	4,19%	12,00%	4.502	4.502	-	150.000
7	05/02/2007	Feb-07	4,71%	12,56%	4.711	4.711	-	150.000
8	05/05/2007	May-07	6,26%	14,23%	5.336	5.336	-	150.000
9	05/08/2007	Ago-07	5,77%	13,70%	5.139	5.139	-	150.000
10	05/11/2007	Nov-07	5,16%	13,05%	4.893	4.893	-	150.000
11	05/02/2008	Feb-08	6,00%	13,95%	5.231	5.231	-	150.000
12	05/05/2008	May-08	5,73%	13,66%	5.122	5.122	-	150.000
13	05/08/2008	Ago-08	7,52%	15,58%	5.844	5.844	-	150.000
14	05/11/2008	Nov-08	7,94%	16,04%	6.013	6.013	-	150.000
15	05/02/2009	Feb-09	7,18%	15,22%	5.707	5.707	-	150.000
16	05/05/2009	May-09	5,73%	13,66%	5.122	5.122	-	150.000
17	05/08/2009	Ago-09	3,28%	11,03%	4.135	4.135	-	150.000
18	05/11/2009	Nov-09	2,72%	10,42%	3.909	3.909	-	150.000
19	05/02/2010	Feb-10	2,10%	9,76%	3.659	3.659	-	150.000
20	05/05/2010	May-10	1,98%	9,63%	3.611	3.611	-	150.000
21	05/08/2010	Ago-10	2,24%	9,91%	3.715	3.715	-	150.000
22	05/11/2010	Nov-10	2,33%	10,00%	3.752	3.752	-	150.000
23	05/02/2011	Feb-11	3,40%	11,16%	4.183	4.183	-	150.000
24	05/05/2011	May-11	2,84%	10,55%	3.957	3.957	-	150.000
25	05/08/2011	Ago-11	3,42%	11,18%	4.191	4.191	-	150.000
26	05/11/2011	Nov-11	4,02%	11,82%	4.433	4.433	-	150.000
27	05/02/2012	Feb-12	3,54%	11,31%	4.240	4.240	-	150.000
28	05/05/2012	May-12	3,43%	11,19%	4.195	4.195	-	150.000
29	05/08/2012	Ago-12	3,03%	10,76%	4.034	4.034	-	150.000
30	05/11/2012	Nov-12	3,06%	10,79%	4.046	4.046	-	150.000
31	05/02/2013	Feb-13	2,00%	9,65%	3.619	3.619	-	150.000
32	05/05/2013	May-13	2,02%	9,67%	3.627	3.627	-	150.000
33	05/08/2013	Ago-13	2,22%	9,89%	3.707	3.707	-	150.000
34	05/11/2013	Nov-13	1,84%	9,48%	3.554	3.554	-	150.000
35	05/02/2014	Feb-14	2,13%	9,79%	3.671	3.671	-	150.000
36	05/05/2014	May-14	2,72%	10,42%	3.909	3.909	-	150.000
37	05/08/2014	Ago-14	2,89%	10,61%	3.978	3.978	-	150.000
38	05/11/2014	Nov-14	3,29%	11,04%	4.139	4.139	-	150.000
39	05/02/2015	Feb-15	3,82%	11,61%	4.352	4.352	-	150.000
40	05/05/2015	May-15	3,23%	10,97%	154.115	4.115	150.000	-

En grandes rasgos esta vendría a ser la gran deuda financiera que posee Almacenes Éxito, la cual se encuentra ad. Portas de terminar, y claramente representa una mínima proporción del valor de la empresa, algo que certificaremos más adelante.

Almacenes Éxito como se mencionó previamente es una sociedad anónima abierta que presenta alta liquidez en la bolsa de valores de Colombia, es más, se encuentra presente en los principales índices económicos, como lo son el índice Colcap, el

COLIR y el COLEQTY; en el primero tiene una participación del 5,5%; en el segundo de un 6,5% y en el tercero de un 5,75%; lo que da cuenta de la significancia relativa de los valores de Almacenes Éxito en el Mercado de Valores Colombiano. A continuación se explica la composición de cada uno de los índices bursátiles.

El Índice Colcap está compuesto por las 20 empresas más grandes por capitalización bursátil de Colombia. La capitalización bursátil se calcula multiplicando el precio de cada acción por el número de acciones en circulación de cada compañía. Para calcular la participación se suma la capitalización de todas las compañías, obteniendo el total. Una vez obtenemos el total, dividimos la capitalización individual de cada compañía entre el total y se multiplica por 100.

El índice COLIR está compuesto por las acciones de las empresas que cuentan con el Reconocimiento Emisores IR (o “Reconocimiento IR”) en los términos de la Circular Única BVC y que forman parte del COLEQTY, donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante de cada una de las especies. El reconocimiento IR, es otorgado por la Bolsa de Valores de Colombia a los emisores que certifiquen el cumplimiento de mejores prácticas en materia de relación con los inversionistas y revelación de información a los inversionistas y al mercado en general. El COLIR inició su apertura en la rueda del 30 de agosto de 2013 y su cotización fue de 1.000 puntos.

El COLEQTY es un índice general que está compuesto por las 40 acciones con mejor función de selección de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante (capitalización ajustada) de cada una de las especies. El criterio de selección está basado en una función que selecciona las empresas según 3 parámetros, el volumen, la frecuencia de negociación y la rotación. El volumen pesa el 80%, la frecuencia el 15% y la rotación el 5%.

Las acciones que componen el índice COLEQTY se presentan en los cuadros a continuación¹¹:

Cuadro N°13: Índice COLEQTY:

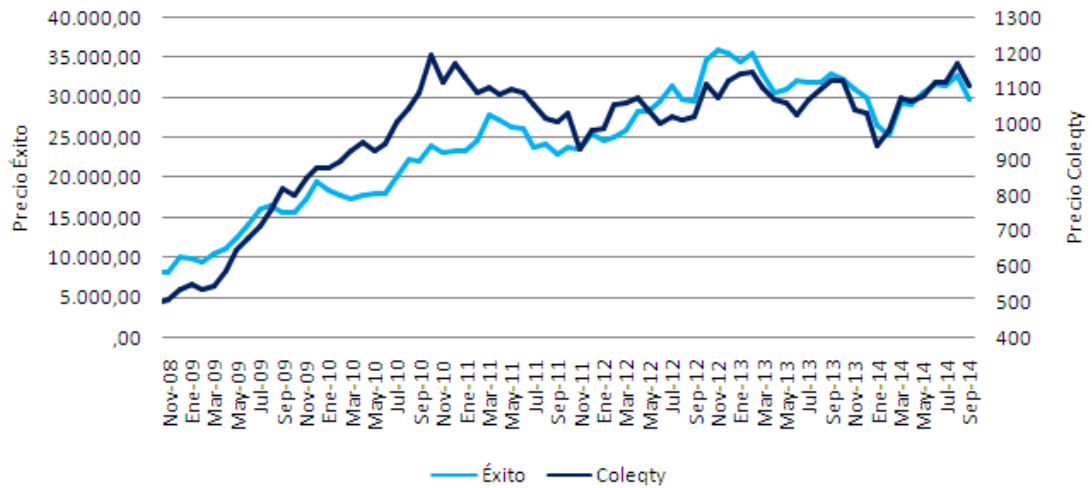
NEMOTÉCNICO	DESCRIPCIÓN	PONDERADOR	PRECIO HOY	PARTICIPACIÓN
GRUPOSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0,0027250041	31.000,000	8,754%
ECOPETROL	ECOPETROL S.A.	0,0245933595	3.390,000	8,640%
NUTRESA	GRUPO NUTRESA S.A.	0,0028644074	25.000,000	7,421%
GRUPOARGOS	GRUPO ARGOS S.A.	0,0038083127	18.680,000	7,372%
EXITO	ALMACENES EXITO S.A.	0,0020558025	27.000,000	5,752%
BCOLOMBIA	BANCOLOMBIA S.A.	0,0024703719	21.820,000	5,586%
PFBCOLOM	BANCOLOMBIA S.A.	0,0022503604	22.800,000	5,317%
CEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0,0052131464	8.780,000	4,743%
PREC	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	0,0013455029	30.980,000	4,320%
ISA	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	0,0046514804	8.280,000	3,991%
CORFICOLCF	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	0,0009590823	37.500,000	3,727%
PFGRUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0,0010091890	31.600,000	3,305%
ISAGEN	ISAGEN S.A. E.S.P.	0,0097708995	3.240,000	3,281%
BOGOTA	BANCO DE BOGOTA S.A.	0,0004590933	68.780,000	3,272%
PFGRUPOARG	GRUPO ARGOS S.A.	0,0015907950	18.300,000	3,017%
PFDAVVNDA	BANCO DAVIENDA S.A.	0,0011206364	21.960,000	2,550%
EEB	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	0,0169159562	1.400,000	2,454%
CELSIA	CELSIA S.A. E.S.P.	0,0046614605	5.010,000	2,420%
PFAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	0,0190324350	1.170,000	2,308%
CLH	CEMEX LATAM HOLDING	0,0015412334	14.260,000	2,278%
PFCEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0,0023310035	8.940,000	2,160%
OCCIDENTE	BANCO DE OCCIDENTE S.A.	0,0003566637	40.100,000	1,482%
GRUPOAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	0,0076496750	1.195,000	0,947%
CNEC	CANACOL ENERGY LTD	0,0005997939	11.920,000	0,741%
ODINSA	ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	0,0008420618	8.100,000	0,707%
MINEROS	MINEROS S.A.	0,0019507570	3.130,000	0,633%
PFAVH	AVIANCA HOLDINGS S.A.	0,0013535004	4.250,000	0,596%
CONCONCRET	CONSTRUCTORA CONCRETO S.A.	0,0031059853	1.400,000	0,451%
PFCORFICOL	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	0,0001192766	33.500,000	0,414%
BVC	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	0,1454403626	22,500	0,339%
ETB	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. E.S.P.	0,0050850588	437,000	0,230%
ELCONDOR	CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A.	0,0015780858	1.315,000	0,215%
TABLEMAC	TABLEMAC S.A.	0,1790104713	8,600	0,160%
FABRICATO	FABRICATO S.A.	0,0673801344	15,000	0,105%
PFCARPAK	CARVAJAL EMPAQUES S.A.	0,0003113579	3.100,000	0,100%
VALOREM	VALOREM S.A.	0,0033192396	280,000	0,096%
ENKA	ENKA DE COLOMBIA S.A.	0,0666615920	10,200	0,070%
COLTEJER	COLTEJER S.A.	0,0001772523	2.100,000	0,039%
PAZRIO	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A.	0,0057140000	12,000	0,007%

El Índice COLEQTY es el más representativo de la heterogeneidad de los valores de la Bolsa de Valore de Colombia, lo que sería un símil al IGPA nacional.

¹¹ Índices restantes se encuentran en cuadro anexo N°13 y N° 14

Finalmente presentamos como antecedente financiero la evolución del precio de la Acción del grupo éxito durante los últimos 6 años, y su comparativa evolutiva con el índice COLEQTY

Gráfico N° 3: Evolución Precio Acción Éxito vs Índice COLEQTY¹²



La grafica da cuenta de una tendencia creciente del valor de la acción entre el año 2008 y finales del 2012, llegando a su precio máximo por sobre los \$35.000 pesos Colombianos, sin embargo durante los años 2013 y 2014 se ha visto una fluctuación en su precio en torno a los \$25.000 y \$35.000.

¹² Fuente elaboración propia en base a información disponible en Bolsa de Valores de Colombia

3.7. Análisis Operacional del Negocio

Cuadro N°14: Balance General Consolidado Almacenes Éxito (2010 – 3T 2014)¹³

Balance General Consolidado	2010	2011	2012	2013	3Q 2014
ACTIVO CORRIENTE					
Disponible	516.325	1.487.540	1.591.110	1.772.411	919.539
Inversiones negociables	280.733	786.142	916.067	981.754	1.212.962
Deudores, Neto	341.541	327.700	359.780	417.807	498.846
Inventarios, Neto	840.909	994.501	1.106.138	1.138.925	1.374.291
Diferidos, Neto	41.747	51.401	45.037	42.225	
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2.021.255	3.647.284	4.018.132	4.353.122	4.005.638
ACTIVO NO CORRIENTE					
Deudores, Neto	51.745	37.401	40.775	62.061	
Inversiones Permanentes, Neto	62.702	84.154	124.956	137.408	
Propiedades, Planta, Equipo, Neto	2.149.780	2.265.785	2.248.909	2.279.059	
Intangibles, Neto	1.004.933	2.099.133	2.105.218	2.102.250	
Diferidos, Neto	231.268	343.459	350.604	343.287	
Otros Activos	285	285	285	285	
Valorizaciones	1.118.480	1.330.894	1.433.123	1.507.869	
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	4.619.193	6.161.111	6.303.870	6.432.219	6.341.874
TOTAL ACTIVO	6.640.448	9.808.395	10.322.002	10.785.341	10.347.512
CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS	4.638.809	4.512.991	4.594.827	6.200.321	
PASIVO CORRIENTE					
Obligaciones Financieras	357.325	73.030	2.722	102.325	160.739
Proveedores	1.089.877	1.443.809	1.648.639	1.784.319	1.516.216
Cuentas por pagar	273.897	351.462	402.967	405.103	
Impuestos, Gravámenes y Tasas	61.850	116.406	131.843	160.702	
Obligaciones Laborales	50.841	84.575	86.394	102.709	
Pasivos Estimados y Provisiones	42.522	44.182	45.017	58.990	
Diferidos, Neto		311	450	3.006	
Bonos	30.350		74.650		
Otros Pasivos	18.330	23.388	35.526	59.830	760.823
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.924.992	2.137.163	2.428.208	2.676.984	2.437.778
PASIVO NO CORRIENTE					
Impuestos, Gravámenes y Tasas		96.965	49.291		
Obligaciones Laborales	575	558	540	488	
Pasivo Estimado Pensiones de Jubilación	16.844	17.720	16.636	16.871	
Pasivos Estimados y Provisiones					
Bonos	224.650	224.650	150.000	150.000	
Diferidos, Neto	15.168	21.980	12.884	9.002	
Otros Pasivos	42.795	62.118	58.986	56.886	
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	300.032	423.991	288.337	233.247	75.757
TOTAL PASIVO	2.225.024	2.561.154	2.716.545	2.910.231	2.513.535
INTERES MINORITARIO	2.576	9.517	13.678	14.480	13.072
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS	4.412.848	7.237.724	7.591.779	7.860.630	7.820.905
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS	6.640.448	9.808.395	10.322.002	10.785.341	10.347.512
CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS	4.638.809	4.512.991	4.594.827	6.200.321	

¹³ Fuente Elaboración propia en base a Informes de Gestión de Almacenes Éxito (2010 – 3T 2014)

Cuadro N°15: Estado de Resultados 2010 – 3T 2014

Estado de Resultados	2010	2011	2012	2013	3Q 2014
INGRESOS OPERACIONALES					
Ventas	7.154.028	8.390.801	9.705.414	10.129.436	
Otros Ingresos operacionales	356.051	453.909	524.259	567.525	
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	7.510.079	8.844.710	10.229.673	10.696.961	8.008.517
COSTO DE VENTAS					
	- 5.646.083	- 6.610.665	- 7.559.872	- 7.854.807	- 5.924.296
UTILIDAD BRUTA	1.863.996	2.234.045	2.669.801	2.842.154	2.084.221
GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS					
Salarios y prestaciones Sociales	- 548.367	- 669.037	- 878.621	- 928.540	
Otros Gastos Operacionales de administracion y ventas	- 705.233	- 822.024	- 932.455	- 981.588	
Depreciaciones y Amortizaciones	- 291.932	- 319.662	- 364.558	- 387.438	- 290.519
TOTAL DE GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS	- 1.545.532	- 1.810.723	- 2.175.634	- 2.297.566	- 1.759.999
UTILIDAD OPERACIONAL	318.464	423.322	494.167	544.588	324.222
EBITDA	610.396	742.984	858.725	932.026	614.741
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES					
Ingresos Financieros	83.204	164.537	226.390	161.368	133.014
Dividendos y participaciones	473	933	533	12	
Gastos Financieros	- 124.913	- 157.771	- 139.972	- 81.807	- 63.517
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	9.575	7.553	20.146	74.465	35.013
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	- 31.661	146	66.805	5.108	34.484
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO E INTERES MINORITARIO	286.803	423.468	560.972	549.696	358.706
PARTICIPACION INTERES MINORITARIO	- 81	- 566	- 2.118	- 1.872	- 506
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	286.722	422.902	558.854	547.824	358.200
IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS					
Corriente	- 48.780	- 32.786	- 66.440	- 47.685	
Diferido	16.892	661	17.109	28.525	
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA Y COMPLEMENTARIOS	- 31.888	- 33.447	- 83.549	- 76.210	- 77.483
IMPUESTO DE RENTA PARA LA EQUIDAD CREE					
Corriente	-	-	-	37.722	
Diferido	-	-	-	4.515	
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA PARA LA EQUIDAD CREE	-	-	-	33.207	
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA	- 31.888	- 33.447	- 83.549	- 109.417	- 77.483
UTILIDAD NETA	254.834	389.455	475.305	438.407	280.717
UTILIDAD NETA POR ACCION	765	870	1.062	979	

Para realizar el análisis operacional del negocio de Almacenes Éxito es que recurrimos al Balance de la Empresa y el Estado de Resultados del periodo 2010 al 3er trimestre del 2014.

Estos fueron construidos con la información proporcionada por los informes de gestión de la compañía. Vale dejar nota que la información al 3er trimestre del año 2014 presentaba la información pero con un nivel de detalle mucho más bajo, lo que reducía la cantidad de información disponible, pero que fue compensado con un análisis del periodo 2009 en los casos que se necesitara de mayor información.

Para analizar esta información era imprescindible llevar a términos reales estos antecedentes, lo que se realizó en función del índice de valor indexado a la inflación que registra Colombia, este índice es la “Unidad de Valor Real” o UVR¹⁴; un símil a la UF.

La unidad de valor real (UVR) es certificada por el Banco de la República y refleja el poder adquisitivo con base en la variación del índice de precios al consumidor (IPC) durante el mes calendario inmediatamente anterior al mes del inicio del período de cálculo. La UVR es una unidad de cuenta usada para calcular el costo de los créditos de vivienda que le permite a las entidades financieras mantener el poder adquisitivo del dinero prestado.

La metodología usada para calcular la UVR fue establecida por la Junta Directiva del Banco de la República dando estricto cumplimiento a lo ordenado por la Corte Constitucional en la sentencia C-955/2000.

De esta forma la UVR o Unidad de Valor Real está directamente vinculada al costo de vida en Colombia, permitiendo mantener una relación entre el valor relativo y el valor real de la moneda a lo largo del tiempo.

¹⁴ Resumen de valores UVR utilizados se encuentran en cuadro Anexo N°1, fuente de información es Banco de la Republica de Colombia

Explicada la forma en que se trabajó la información, procedemos a llevar a valor real tanto el balance como el estado de resultados¹⁵, que corresponde a la información que se trabaja hacia adelante, a continuación presentamos un resumen del Balance y del Estado de Resultados llevados a términos reales.

Cuadro N°16: Resumen Balance General (UVR)

Balance General Resumido (UVR)	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Efectivo y Equivalentes	4.177	11.457	12.278	13.251	9.963
Activos Corrientes	10.592	18.379	19.677	20.945	18.715
Activos Fijos	11.265	11.418	11.013	10.966	0
Otros Activos	8.764	8.172	7.580	6.731	19.667
Activos Totales	34.798	49.426	50.548	51.893	48.346
Deuda Financiera CP	2.032	368	379	492	751
Pasivos Corrientes	10.087	10.769	11.891	12.880	11.390
Deuda Financiera LP	1.177	1.132	735	722	0
Deuda Financiera Total	3.209	1.500	1.113	1.214	751
Pasivos Totales	11.660	12.906	13.303	14.002	11.744
Patrimonio	23.125	36.472	37.178	37.821	36.541
Total Pasivo + Patrimonio	34.784	49.378	50.481	51.823	48.285
Deuda Neta	-968	-9.957	-11.164	-12.037	-9.212

Cuadro N°17: Resumen Resultados (UVR)

Resumen Resultados (UVR)	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Ventas Netas	39.355	44.570	50.096	51.468	37.417
Utilidad Bruta	9.768	11.258	13.074	13.675	9.738
Utilidad Operativa	1.669	2.133	2.420	2.620	1.515
EBITDA	3.199	3.744	4.205	4.484	2.872
Utilidad Neta	1.335	1.963	2.328	2.109	1.312

Los cuadros anteriores dan cuenta de los positivos resultados operativos que ha presentado Almacenes Éxito durante los últimos años, sin embargo durante el año 2013 se frenó este crecimiento; el año 2014 en particular al analizar tan solo hasta el 3er trimestre se pierde parte importante de la ganancia del mejor trimestre de la Empresa.

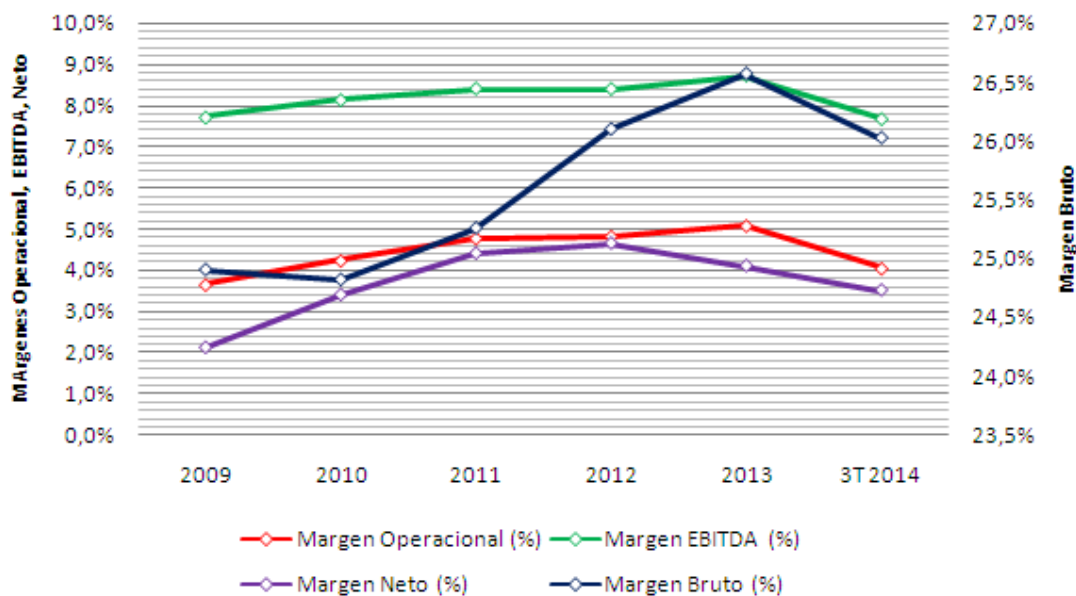
¹⁵ En Anexos, en los Cuadros de anexos 2 y 3 se presentan Balance y Estados de Resultados en UVR para el periodo de análisis.

Para tener una mejor visualización de los resultados de la empresa, analizamos los ratios de rentabilidad de la misma, los cuales se presentan en el cuadro a continuación:

Cuadro N°18: Resumen Rentabilidades

Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Margen Bruto (%)	24,8%	25,3%	26,1%	26,6%	26,0%
Margen Operacional (%)	4,2%	4,8%	4,8%	5,1%	4,0%
Margen EBITDA (%)	8,1%	8,4%	8,4%	8,7%	7,7%
Margen Neto (%)	3,4%	4,4%	4,6%	4,1%	3,5%

Gráfico N° 4: Historial de Márgenes



El cuadro da muestra de una estabilidad en los ingresos y que se encuentran muy por sobre los márgenes que obtiene en promedio el sector de Almacenes de Cadena, los cuales en promedio presentan un margen operacional de 2,7% y un margen Neto de 2,4%¹⁶ entre los años 2009 y 2013.

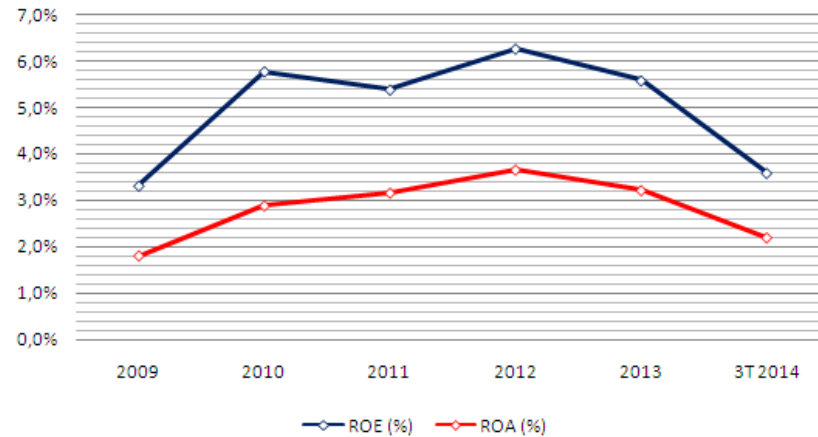
Para la medición de la eficiencia del uso de los recursos analizaremos el retorno sobre los recursos propios (ROE) y la rentabilidad de los activos (ROA).

¹⁶ Informe Sectorial "Almacenes de Cadena" generado por el grupo Inercia Valor de Colombia Octubre 2014.

Cuadro N°19: ROE y ROA

Índices de Rentabilidad	2010	2011	2012	2013	3T 2014
ROE (%)	5,8%	5,4%	6,3%	5,6%	3,6%
ROA (%)	2,9%	3,2%	3,6%	3,2%	2,2%

Gráfico N°5: Evolución Histórica ROA y ROE



El ROE nos da que en promedio los accionistas obtienen una rentabilidad del 5,8% histórico, mientras que los Activos rentan en un 3,2% en promedio históricamente; esto sin considerar el resultado del 3er trimestre del 2014. Estos resultados podrían ser considerados bajos, pero parte importante de este resultado radica en el exceso de disponible con el que cuenta Almacenes Éxito, y no ha generado una mayor rotación de los activos.

A continuación nos enfocamos en el análisis de algunos indicadores de liquidez y la estructura de Capital que posee Almacenes Éxito

Cuadro N°20: Indicadores de Liquidez

Indicadores Financieros	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Razón Corriente	1,1	1,7	1,7	1,6	1,6
Razón Ácida	0,6	1,2	1,2	1,2	1,1
Deuda Total/ Patrimonio (B/P)	13,88%	4,11%	2,99%	3,21%	2,06%
B/V	12,19%	3,95%	2,91%	3,11%	2,01%
P/V	87,81%	96,05%	97,09%	96,89%	97,99%

Como se observa en el cuadro, la razón corriente que ha presentado Almacenes Éxito durante los últimos años ha sido bastante estable, salvo el año 2010, el cambio en el índice se dio por el alto ingreso de efectivo, que a la fecha se ha mantenido. Este indicador da cuenta de que se posee activo corriente suficiente para respaldar las deudas en el corto plazo; por otro lado la razón ácida nos indica que incluso Almacenes Éxito puede enfrentar sus obligaciones financieras sin la necesidad de liquidar activos, lo que permite inferir que el riesgo de liquidez de la empresa se encuentra controlado. Por otro lado la Estructura de capital que observamos históricamente permite inferir que el nivel de deuda financiera que posee Almacenes Éxito es muy bajo, y todo apunta a que su objetivo es mantener esa estructura.

A continuación presentamos un resumen de las operaciones accionarias de Almacenes Éxito y la evolución del precio de su acción para los cierres anuales, como esto ha incidido en su valor económico como firma.

Cuadro N° 21: Resumen Accionario

Indicadores de Valoración	Emisión
Se realizó emisión de acciones 2011	114.270.684

Índices de Valoración	2010	2011	2012	2013	3T 2014
N° Acciones en circulación	333.333.632	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316
Precio de Mercado (\$ Col)	23.360	25.460	35.500	29.940	29.640
Capitalización Bursatil (MM\$col)	7.786.674	11.396.006	15.889.953	13.401.273	13.266.992
Patrimonio Económico en UVR	40.804	57.426	77.815	64.479	61.986
Deuda Neta (UVR)	-968	-9.957	-11.164	-12.037	-9.212

Al observar el resumen accionario de Almacenes Éxito validamos el cambio en el nivel de efectivo que maneja la firma tras la emisión accionaria realizada durante el año 2011; esta emisión se realizó con la finalidad de adquirir mayor porcentaje de participación en el Mercado colombiano, e internacionalizar su Marca, algo que en parte se logró con la adquisición de Spice Investment, pero que de todas maneras dejó a la empresa con una cantidad importante de efectivo disponible que a la fecha no se ha diluido, y según analistas no pareciera querer alterar su flujo.

El valor de la acción alcanzó su máximo histórico durante el año 2012, tal como se puede apreciar al cierre del periodo, y con ello su máxima capitalización bursátil; esto en gran parte se debió al excelente resultado obtenido en Colombia y los réditos positivos que generó la expansión de la firma a Uruguay. Sin embargo todo apunta a que se sobreestimó el resultado, lo que se observa en los precios de Mercado para los cierres de los periodos de análisis.

Solo a modo de recopilación de antecedentes presentamos la evolución de algunos múltiplos financieros de Almacenes Éxito.

Cuadro N° 22: Resumen evolución Múltiplos

Múltiplos	2010	2011	2012	2013	3T 2014
EV	7.785.706	11.386.049	15.878.789	13.389.236	13.257.779
Valor en libros por acción	69	81	83	84	82
P/E(x)	5.831	5.807	6.827	6.353	10.115
EV/ EBITDA	2.434	3.041	3.776	2.986	4.616
P/ VL (x)	337	312	427	354	363
Pat/ Sales	198	256	317	260	355
Precio M/ Ut x Accion	5.831	5.807	6.827	6.353	10.115

Finalmente para complementar los antecedentes financieros de almacenes Éxito presentamos una serie de indicadores de la operación que ha enfrentado durante los últimos años la empresa.

Cuadro N°23: Indicadores Financieros Almacenes Éxito¹⁷

1.- INDICES DE LIQUIDEZ	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Razón corriente	1,05	1,71	1,65	1,63	1,64
Razón Acida	0,61	1,24	1,20	1,20	1,08
Capital de Trabajo Neto/ Ingresos operacionales	1,28%	17,07%	15,54%	15,67%	19,58%
Proveedores / Inventarios de Mercancías	1,30	1,45	1,49	1,57	1,10
2.- INDICES DE ENDEUDAMIENTO	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Endeudamiento Total	33,51%	26,11%	26,32%	26,98%	24,29%
Concentracion de Endeudamiento a Corto Plazo	86,52%	83,45%	89,39%	91,99%	96,99%
Endeudamiento Financiero	8,15%	3,37%	2,22%	2,36%	2,01%
Apalancamiento Financiero	13,88%	4,11%	2,99%	3,21%	2,04%
Endeudamiento a Corto Plazo	63,31%	24,53%	34,03%	40,55%	100,00%
Endeudamiento a Mediano y Largo Plazo	36,69%	75,47%	65,97%	59,45%	0,00%
Endeudamiento Total en Moneda Extranjera	58,02%	24,53%	1,19%	2,83%	
Endeudamiento Total en moneda Nacional	41,98%	75,47%	98,81%	97,17%	
Gasto Financiero Neto sobre EBITDA	20,46%	21,23%	16,30%	8,78%	10,33%
Deuda Bruta sobre EBITDA (veces)	1,00	0,40	0,26	0,27	0,26
Utilidad Operacional sobre gastos financieros netos (veces)	2,55	2,68	3,53	6,66	5,10
Ingreso operacional sobre obligaciones Financieras totales (veces)	12,26	29,71	44,99	42,39	49,82
3.- INDICES DE RENTABILIDAD (%)	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Margen de Utilidad antes de ingresos y gastos no operacionales	4,24%	4,79%	4,83%	5,09%	4,05%
Margen Neto	3,39%	4,40%	4,65%	4,10%	3,51%
Rentabilidad del Activo	3,84%	3,97%	4,60%	4,06%	2,71%
Rentabilidad del Patrimonio	5,77%	5,38%	6,26%	5,58%	3,55%
Margen EBITDA	8,13%	8,40%	8,39%	8,71%	7,68%
Utilidad Bruta / Total Ingresos Operacionales	24,82%	25,26%	26,10%	26,57%	26,03%
4.- INDICES DE TENDENCIA Y EFICIENCIA OPERACIONAL (veces)	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Rotacion de activos totales	1,13	0,90	0,99	0,99	0,77
Rotacion de Inventarios	6,71	6,65	6,83	6,90	4,31
Rotacion de Proveedores	5,47	5,22	4,86	4,57	
Cobertura de la Utilidad Bruta sobre los gastos de ventas	1,42	1,45	1,44	1,43	
Rotacion de Activos Fijos	3,49	3,90	4,55	4,69	
Gastos de Administracion / Utilidad Bruta (%)	12,54%	12,32%	11,91%	11,13%	
Gastos de Venta / Utilidad Bruta (%)	70,38%	68,73%	69,58%	69,71%	
Gastos Personal / Ingresos Operacionales	7,30%	7,56%	8,59%	8,68%	

En resumen los índices hablan de una estabilidad en almacenes Éxito, incluso más allá de estabilidad se puede argumentar que sus resultados se encuentran por sobre la media de lo observado en la Industria. En particular los Índices de Liquidez dan cuenta de una base sólida de respuesta ante una necesidad de pago de pasivos en el corto plazo; por el lado de los índices de endeudamiento observamos un bajo nivel de deuda, la cual es casi en su totalidad deuda nacional, y la cual cuenta a la vez con un sustento económico detrás que permite inferir que no representa mayor preocupación en la administración financiera de almacenes Éxito. Los Índices de Rentabilidad son

¹⁷ Elaboración propia en función de Balance y Estado de Resultados de Almacenes Éxito.

bastante estables en el tiempo, esto se da con una constante estrategia de crecimiento y ampliación de portafolio de negocios, se infiere que mantienen en nivel de ingreso en el negocio aperturado; sin embargo estos márgenes a pesar de ser positivos no se considerarían de alta significancia. Finalmente los índices de Tendencia confirman el equilibrio existente en la administración de Almacenes Éxito, con indicadores estables en el tiempo.

4. Valoración de almacenes Éxito

En el siguiente capítulo se procede a realizar la Valoración de Almacenes Éxito a través del método de Flujos de Caja Descontado; sin embargo para la realización de esto es necesario recabar una serie de antecedentes que permitan valorizar de manera adecuada. Esta recopilación de antecedentes, lleva a generar proyecciones de los resultados futuros que obtendrá la empresa, cada uno de estos se presentan en los apartados siguientes, con sus explicaciones, y supuestos que fundamenten cada decisión que se tomó en el transcurso de la valoración.

4.1. Estructura de Capital Almacenes Éxito

Para la determinación de la estructura de Capital de almacenes Éxito se trabajó con la información contable recopilada en formato Real, es decir adaptada a montos reales en función de la UVR de cierre de cada periodo de análisis. Estos estados de resultados se trabajan bajo la normativa Colombiana que aún no se rige bajo IFRS, situación que se revertirá en los Estados financieros de las empresas a partir del periodo de cierre 2015, y su entrada en vigencia será paulatina. Sin embargo, el estado de resultados utilizado es similar al de IFRS aplicado en Chile. No se puede verificar la inclusión de todas las cuentas correspondientes dado que no se presenta la información necesaria en los informes financieros de la empresa.

Como se mencionó anteriormente, se trabaja con valores reales, en función de la UVR, un símil de la UF chilena, esta es conocida como la Unidad de Valor Real, e incorpora el efecto inflacionario existente en Colombia. El primer apartado que recopilamos tiene relación con la deuda financiera que posee almacenes Éxito para cada periodo analizado.

Cuadro N°24: Deuda Financiera de la Empresa (UVR)

	2010	2011	2012	2013	2014*
Deuda Financiera	3.209	1.500	1.113	1.214	751

*al 30 de Septiembre.

El cuadro anterior da cuenta de una caída significativa en la Deuda Financiera, que sin ser proyectada se sabe que reducirá aún más su nivel tras el año 2015, luego del pago del principal del Bono Carulla a realizarse durante el primer semestre del 2015. A continuación se presenta el patrimonio económico de la empresa

Cuadro N°25: Patrimonio Económico de la Empresa

	2010	2011	2012	2013	2014*
Patrimonio Económico	40.804	57.426	77.815	64.479	61.986

*al 30 de Septiembre.

Este patrimonio está directamente ligado al precio de las acciones del grupo Éxito, y como se mencionó previamente durante el año 2012 se observó el pic de valor de esta.

Para determinar finalmente la Estructura de capital objetivo se comenzó por observar y analizar la Estructura Histórica de la Empresa, la cual se presenta en el cuadro N°28; y en esta se aprecia el exiguo endeudamiento que presenta Almacenes Éxito. Dado que este valor se ha mantenido bajo durante los últimos 4 periodos analizados, y existe el supuesto de que al menos en el mediano plazo no existiría incentivo a generar endeudamiento es que se trabajó con este índice histórico.

Cuadro N°26: Estructura Capital Histórica

Estructura	2010	2011	2012	2013	3T 2014
B/V	12,19%	3,95%	2,91%	3,11%	1,99%
P/V	87,81%	96,05%	97,09%	96,89%	98,01%
B/P	13,88%	4,11%	2,99%	3,21%	2,04%

Se determinó utilizar como Capital Objetivo la Media Armónica, dada la baja cantidad de observaciones con las que se cuentan. Sin embargo es importante hacer notar que esa estructura de Deuda a pesar de ser muy baja, se encuentra sobreestimada, pues el principal instrumento adeudado por la empresa tiene fecha de vencimiento para mayo 2015, y no existen perspectivas de incrementar su apalancamiento. Repetimos que esto es considerado como un desaprovechamiento de la Empresa, que cuenta con un nivel de Deuda extremadamente bajo.

Cuadro N°27: Estructura de Capital Objetivo

Estructura	Promedio	Mediana	Objetivo		Mínimo	Máximo	Desv. Std
			Media Armonica	Media Geometrica			
B/V	4,83%	3,11%	3,33%	3,87%	1,99%	12,19%	0,04170192
P/V	95,17%	96,89%	95,02%	95,09%	87,81%	98,01%	0,04170192
B/P	5,25%	3,21%	3,44%	4,07%	2,04%	13,88%	0,04880566

4.2. Costo Patrimonial y Costo de Capital¹⁸

En esta etapa se partió por estimar el valor del Beta Patrimonial de la Empresa.

Se descargaron los precios semanales de la acción desde la página web de la bolsa de valores de Colombia, desde el 1 de octubre del año 2008 al 30 de Septiembre del año 2014. Esto con el Precio cierre semanal del último día hábil (laboral) de la semana.

Posteriormente para idéntico periodo se descargaron, del mismo servidor y bajo idénticos parámetros, los precios semanales de los índices relevantes del mercado Colombiano. Estos son el Índice COLCAP, COLIR Y COLEQTY. Siendo este último el de mayor similitud al IGPA.

Se calcularon los retornos semanales para la acción de almacenes éxito y cada uno de los índices antes mencionados.

Posteriormente utilizando un promedio de 104 retornos se estimó mediante el modelo de mercado el beta de la acción para los años 2010 al 2014 (al 30 de Septiembre de cada año)

$$RR_{it} = \alpha + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon$$

El resumen del Desarrollo anterior se presenta siguiente cuadro:

Cuadro N°28: Beta de la Acción (utilizando COLEQTY)

Ítem	2010	2011	2012	2013	2014*
Beta Éxito	0,92	0,78	0,70	0,91	1,16
p-value	0,000000000000	0,00000009927	0,00000008672	0,00000002637	0,00000000001
Presencia Bursatil	100%	100%	100%	100%	100%
Nº Acciones	333.333.632	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316

¹⁸ Formulas recopiladas de libro finanzas Corporativas, Teoría y Práctica, Carlos Maquieira

Para la estimación del Costo de Capital de la Empresa, se entregaron antecedentes para construir este, pero correspondientes al Mercado Chileno, se podía suponer una tasa libre de riesgo de 1,91% (BTU-30 al 10 de Septiembre de 2014) y un premio por riesgo de mercado de 5,93%. La tasa de impuesto a las corporaciones es un 25%. Todo a Septiembre de 2014.

En este caso, dado que se trata de un mercado diferente, como lo es el colombiano, es que se deben utilizar supuestos diferentes, por lo que se procedió a realizar un análisis del Mercado Colombiano, y para facilitar la tarea tener conversaciones con Analistas de este Mercado, en especial de Bancolombia, lo que nos permitió interiorizarnos un poco más en los factores detrás de la construcción del Costo de Capital.

Datos Iniciales de estimación para el Mercado Colombiano¹⁹:

Tasa Libre de Riesgo: La tasa libre de riesgo utilizada en el Mercado Colombiano corresponde a un 6,5%, valor correspondiente al riesgo de los títulos de la tesorería TES del Gobierno al año 2024. Por otro lado la prima del mercado de acciones sobre la tasa libre de riesgo es del 5.5% para el Mercado colombiano.

Tasa de impuesto a las corporaciones: En Colombia la tasa de impuestos nominal es del 25% y se tiene una tasa adicional que es el impuesto a la equidad CREE del 9%, lo que daría un total impositivo del 34%. Esta última tasa según se dispuso debería reducirse a un 8% a partir del cierre de año 2015 y debería desaparecer el año 2018. Además a Septiembre 2014 se estaba evaluando la incorporación de un impuesto adicional a la sobre ganancia. Esto último no se considerará, así como tampoco se considerará la rebaja de la tasa impositiva a la equidad CREE, solo con el fin de acercarnos a lo histórico, los impuestos suelen no desaparecer una vez instaurados.

¹⁹ Información Proporcionada por Grupo BanColombia, Jairo Agudelo, Head of Equity Research

A Continuación se explica la construcción de los parámetros para la estimación del Costo de capital promedio ponderado o WACC.

Costo de la Deuda (K_b)

El Bono que posee Almacenes Éxito a Septiembre 2014 se encuentra próximo a su vencimiento, y además no ha presentado transacción alguna desde el año 2007. Más aun, este Bono corresponde a una colocación realizada por Carulla S.A. que pasó a ser obligación de Almacenes Éxito al momento de la adquisición de Carulla S.A. el año 2010.

Por otro lado, la relación B/P a Septiembre 14 es de un 2%, donde más del 90% de la deuda financiera de Almacenes Éxito corresponde a este Bono próximo a su vencimiento. Todos estos antecedentes llevan a plantear que no sería correcto considerar la tasa de colocación de este Bono como el costo de la Deuda de Almacenes Éxito.

Ante esto, se plantearon 2 posibles escenarios, el primero se utiliza la tasa de Costo de la Deuda que posee Almacenes éxito con Bancolombia, la cual a Septiembre 2014 corresponde a un 8,5%; y en un segundo escenario sería utilizar como Costo de la deuda la tasa de colocación del Bono Carulla; este segundo escenario no parece realista, ante lo que se optó por considerar como tasa optima, el costo que tendría almacenes Éxito si quisiera endeudarse a la fecha del análisis.

Beta de la Deuda (β_b)

Para la estimación del Beta de la deuda se utilizó la metodología CAPM, dado que se cuenta con la información relativa a la tasa libre de riesgo del mercado colombiano, el premio por riesgo que entrega este mercado, y el costo de endeudamiento al que podría acceder almacenes Éxito, se utilizó esta fórmula de CAPM.

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] \cdot \beta_b$$

El resultado al aplicar la formula fue de un Beta de la deuda igual a 0,4545

Beta de la Acción ($\beta^{C/D}$)

Para la Estimación del Beta de la acción, lo que podemos tratar como el Beta patrimonial con deuda, utilizamos el cálculo realizado previamente del Beta de la acción para el periodo Septiembre 2014, el cual nos arrojó un resultado de 1,16, la cual se considera con deuda a pesar del bajo nivel de deuda que registra Almacenes Éxito.

Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta^{S/D}$)

Para la estimación del Beta patrimonial sin deuda debemos desapalancar el Beta de la acción. Esto lo realizamos aplicando la fórmula de Rubinstein para deuda riesgosa:

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

Como consideración es que para desapalancar se utiliza la estructura de Capital existente a septiembre del 2014, la tasa impositiva en su conjunto (Impuesto a la renta más impuesto a la equidad CREE) y el Beta de la Deuda previamente estimado.

La aplicación de esta fórmula nos entrega un Beta desapalancado para almacenes Éxito de 1,15.

Beta Patrimonial Con deuda ($\beta^{C/D}$)

Para estimar el Beta Patrimonial con Deuda, volvemos a utilizar la fórmula de Rubinstein, con la salvedad que aplicamos en este caso el Beta desapalancado y la estructura de capital objetivo que previamente determinamos. La aplicación de la formula nos arroja un Beta patrimonial con deuda de 1,17

Costo Patrimonial (K_p)

Con los antecedentes recopilados podemos estimar el Costo patrimonial nuevamente utilizando el modelo de CAPM:

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

En este caso tras la estimación del Beta patrimonial con Deuda objetivo, y con los antecedentes recopilados solo resta la aplicación de la fórmula que nos entrega un valor del costo patrimonial equivalente a un 12,42%

Costo de Capital K_0

Finalmente podemos estimar el Costo de Capital promedio ponderado o WACC utilizando la formulación de Modigliani & Miller

$$k_0 = k_p \frac{P}{V} + k_b(1 - t_c) \frac{B}{V}$$

Dado que contamos con toda la información que permite construir el costo de capital, solo queda aplicar la fórmula para conocer el K_0 que permite valorizar Almacenes Éxito. La aplicación de la formula nos entrega un costo de capital del 12,19%.

A continuación se presenta un resumen de los datos recopilados previamente.

Cuadro N°29: Costo de Capital

Costo de Capital	Resumen Datos
Costo de la Deuda (Kb)	8,50%
Beta de la Deuda (Bb)	0,4545
Beta de la acción	1,16
Beta patrimonial sin Deuda	1,15
B/P 30 Sept 2014	2,04%
B/P Objetivo	3,44%
Beta Patrimonial con deuda	1,17
Tasa libre de riesgo	6,0%
Premio por riesgo de Mercado	5,50%
Tasa impositiva a empresas	34%
B/V Objetivo	3,3%
P/V Objetivo	96,7%
Kp	12,42%
K0 Wacc	12,19%

4.3. Proyección de EERR

Los Estados Financieros de Almacenes Éxito Consolidados se encuentran en Anexos, en valor real, como mencionamos anteriormente, que nos permite tener una comparativa real al incorporar el efecto inflacionario anual en los estados de resultados. Es con esto, balance y estado de resultados, analizándolos, que realizamos la proyección de los Estados de Resultados, sin embargo, es necesario previamente realizar un análisis de los componentes que nos permitan proyectar de la manera más eficiente posible.

4.3.1. Análisis de Activos

A Continuación se presenta el cuadro descriptivo de los activos, clasificándolos en operacionales y no operacionales. Vale destacar que Almacenes Éxito posee un número significativo de Activos No Operacionales, los cuales mantiene como inversiones de distinto tipo, o participaciones en empresas que no controla. La clasificación se presenta a continuación, así como la descripción de los Principales Activos; esto último bajo el criterio descriptivo que otorga Almacenes Éxito.

Cuadro N° 30: Operatividad Activos

ACTIVO CORRIENTE	Operatividad
Disponible	Operacional
Inversiones negociables	No Operacional
Deudores, Neto	Operacional
Inventarios, Neto	Operacional
Diferidos, Neto	No Operacional

ACTIVO NO CORRIENTE	Operatividad
Deudores, Neto	Operacional
Inversiones Permanentes, Neto	No Operacional
Propiedades, Planta, Equipo, Neto	Operacional
Intangibles, Neto	No Operacional
Diferidos, Neto	No Operacional
Otros Activos	No Operacional
Valorizaciones	No Operacional

Disponible: Representa los recursos de liquidez inmediata con los que cuenta la matriz y sus filiales. Dentro del rubro se encuentran registrados los Saldos en caja, los bancos y las corporaciones, además de los rubros pendientes de compensación por las diferentes redes bancarias.

Deudores: Representa los recursos que otorgan la facultad de reclamar a un tercero la satisfacción del derecho que incorporan, sea en dinero, bienes o servicios, según lo acordado entre las partes como consecuencia de un negocio jurídico con modalidad de pago a crédito.

Las cuentas por cobrar se contabilizan bajo el método del costo, el cual, cuando sea el caso se de acuerdo con la unidad de medida o moneda funcional pactada para su pago. Al cierre del periodo se evalúa técnicamente su recuperabilidad y se reconocen las contingencias de pérdida de su valor.

Inventarios: El inventario de mercaderías no fabricadas por la matriz y sus filiales se contabiliza al costo, el cual se calcula cada mes por el método de retail. El inventario de mercancías fabricadas por la matriz se contabiliza al costo el cual se calcula a promedio ponderado. El inventario de materiales, repuestos y accesorios de la matriz se contabiliza al costo, su valoración al cierre del año se realiza por el método de las primeras en salir (PEPS). La mercancía en vía se valoriza con base en el método de valores específicos. Al cierre del ejercicio se registra una provisión para reconocer el valor de mercado de los inventarios

Inversiones: Negociables: son aquellas que se encuentran representadas en títulos o documentos de fácil enajenación, sobre las que el inversionista tiene el serio propósito

de realizar el derecho económico, que incorporen un lapso no superior a 3 años calendario. Pueden ser de renta fija o renta variable. Inversiones Permanentes; son aquellas respecto de las cuales el inversionista tiene el serio propósito de mantenerlas hasta la fecha de vencimiento de su plazo de maduración o redención

Propiedades, Plantas y Equipos: Se denomina bajo este concepto a todo recurso tangible controlado por la matriz y sus filiales, obtenido, construido o en proceso de construcción, empleado dentro del giro ordinario de sus actividades para la producción de otros bienes o para la prestación de servicios destinados para el consumo propio o el de terceros y cuya contribución en la generación de ingresos excede un año calendario. Las propiedades, plantas y equipos se contabilizan bajo el método costo. El costo de las propiedades, planta y equipo incluye el valor de todos los conceptos necesarios para su puesta en marcha o funcionamiento. Por tal razón una vez el bien pueda potencialmente ser usado cesa el reconocimiento por mayor costo del bien del valor de los conceptos causados o erogados a posterioridad a tal fecha o de las adiciones del mismo. En tal sentido, gastos ocasionados con motivo de la adquisición, montaje o construcciones del bien tangible, tales como ingeniería, supervisión, impuestos, intereses y corrección monetaria son susceptibles de constituir parte del costo del mismo solo hasta que el bien se encuentre en condiciones de utilización independientemente de su uso real o material y una vez el bien pueda ser utilizado; tales conceptos son registrados como gastos del ejercicio en que se causen o desembolsen, aquello que ocurra primero. Las reparaciones y mantenimientos de estos activos se cargan a resultados. La depreciación de estos activos se calcula sobre el costo mediante el método de línea recta en virtud de su vida útil probable en base a tasas anuales. 5% Para construcciones y edificaciones, 10% para maquinarias y equipo, equipo de transporte y equipo de oficina, 20% para otros equipos de transporte. Para las empresas filiales, en particular de Uruguay, se conservan las vidas útiles acorde a las políticas locales.

Intangibles: Representan recursos que implican un derecho o privilegio oponible a terceros, y de cuyo ejercicio o explotación pueden obtenerse beneficios económicos durante varios periodos futuros. Se clasifican en esta categoría conceptos tales como:

Bienes entregados fiducia, marcas, crédito mercantil y los patrimonios autónomos creados para el desarrollo de centros y galerías comerciales.

Diferidos:

- 1.- Gastos Pagados por anticipado: Son valores pagados por anticipado y que se deben amortizar en el periodo en que se recibe el servicio se causen los costos o gastos, tales como intereses, seguros, arrendamientos y otros incurridos para recibir servicios en el futuro.
- 2.- Cargos diferidos
- 3.- Corrección Monetaria Diferida
- 4.- Impuestos Diferidos

4.3.2. Proyección Ingresos

Para la Proyección de ingresos no se cuenta con información de apertura en las ventas de Almacenes Éxito, solo se tiene el consolidado, y un bajo efecto de otros ingresos operacionales, los que efectivamente se encuentran aperturados. A través de información adicional sabemos que un porcentaje de estos ingresos por Ventas provienen del negocio en Uruguay, cercano al 12%; siendo el 88% restante ingreso proveniente del mercado colombiano. Como se mencionó anteriormente no se tiene mayor información, por lo que se procedió a estimar la tasa de crecimiento real anual. En el caso el 3er trimestre del 2014, la estimación de la tasa de crecimiento se realizó contra idéntico periodo del año anterior en términos reales, es decir se incorporó la vista de crecimiento a 12 meses. La tasa de crecimiento de las ventas se resume a continuación:

Cuadro N° 31: Tasa de Crecimiento Real de Ingresos

Ingresos Operacionales	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Ventas Netas	5,10%	12,79%	12,41%	2,54%	
Otros Ingresos operacionales					
Negociación Especial de Exhibición	2,40%	11,93%	7,09%	5,06%	
Ingresos por concesionarios, arrendamientos y regalías	32,71%	32,61%	14,04%	14,82%	
Ingresos por Eventos	-22,41%	-23,03%	193,75%	18,32%	
Diversos	-42,16%	169,72%	-6,65%	20,81%	
Servicios	2,55%	79,94%	-44,47%	43,93%	
Ventas con descuentos - Programa de Fidelización	-18,94%	-5,35%	13,63%	-63,47%	
Subtotal Otros Ingresos operacionales	2,96%	22,75%	12,18%	6,33%	
Total ingresos Operacionales	5,00%	13,25%	12,40%	2,74%	2,01%

Para tener una comparativa buscamos las tasas de crecimiento que tuvo el rubro comercio durante idéntico periodo; las tasas de crecimiento real de la industria en Colombia son proporcionadas por el DANE, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, donde se presentan las tasas de crecimiento anualizadas desagregadas por trimestre. En nuestro caso, Almacenes Éxito se encuentra clasificada dentro del sector Comercio. Al mismo tiempo presentamos la tasa de crecimiento del PIB Colombiano, la que se encuentra altamente correlacionada en particular con el sector comercio; información que se recabo desde el Banco de la República de Colombia, un símil al Banco Central de Chile.

A continuación presentamos el cuadro con la recopilación de esta información, la cual además incorpora otros indicadores que utilizamos para contrastar.

Cuadro N° 32: Series de Crecimiento de Índices Macroeconómicos²⁰

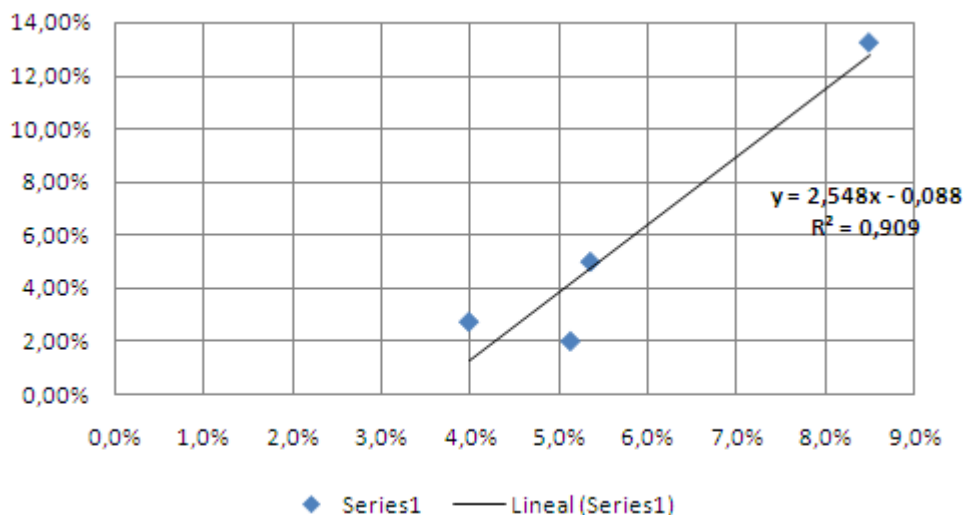
Serie	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Tasa de Crecimiento de la Industria (Comercio)	5,4%	8,5%	3,0%	4,0%	5,1%
Crecimiento PIB (12 meses)	4,0%	6,6%	4,0%	4,9%	5,2%
Crecimiento Consumo (12 Meses)	5,1%	5,5%	4,8%	5,0%	4,9%
Tasa de Desempleo (Promedio)	11,8%	10,8%	10,4%	9,6%	9,4%
IPC	3,2%	3,7%	2,4%	1,9%	2,9%
IPP	4,4%	5,5%	-3,0%	-0,5%	3,7%

Sobre el indicador de la Industria, buscamos la relación con las ventas de Almacenes Éxito. Sin embargo eliminamos la observación del año 2012, dado que se produce el impacto fuerte de la adquisición de Spice S.A. en Uruguay. La relación entre Almacenes Éxito y la Industria puede observarse a continuación:

Cuadro N° 33: Relación Crecimiento Ingresos vs Industria

Relación	2010	2011	2013	3T 2014
Total ingresos Operacionales	5,00%	13,25%	2,74%	2,01%
Crec. Industria Comercio	5,4%	8,5%	4,0%	5,1%

Gráfico N° 6: Relación Crecimiento Ingresos vs Industria



²⁰ Fuente elaboración propia en base a datos recopilados desde DANE y Banco de la República de Colombia.

Tanto en el cuadro como en el grafico queda de manifiesto la relación existente, lo que permite inferir que existe relación directa entre ambos índices, por lo que podríamos proyectar los ingresos si logramos acceder a alguna proyección del crecimiento de la industria.

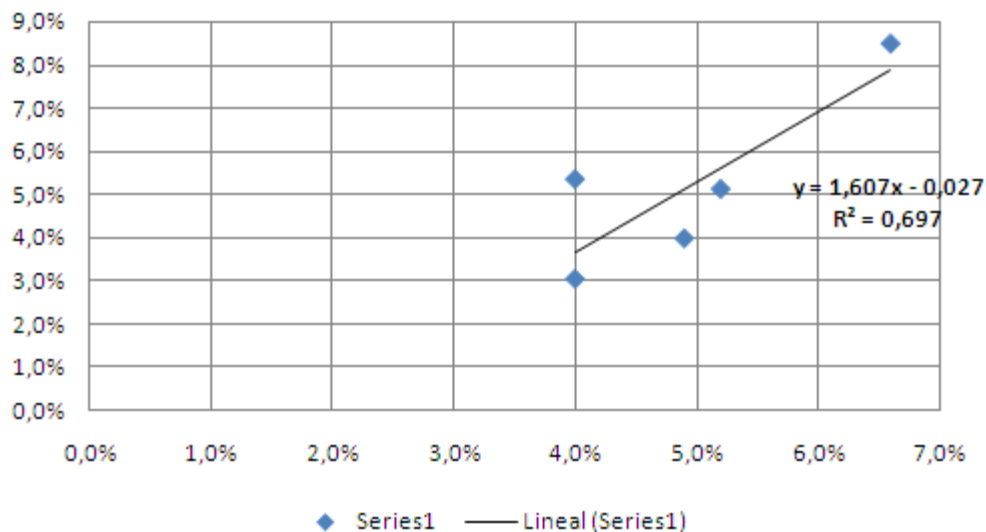
Luego procedemos a buscar una relación entre el crecimiento del sector comercio versus otros indicadores macroeconómicos de Colombia, las relaciones se dejan ver a continuación:

Cuadro N° 34: Relaciones índices Macroeconómicos

Relación	Correlación con Ingresos	Pendiente Regresión	Constante Regresión	R2
PIB/ Industria	0,8351	1,6072	-0,0274	0,6974
Consumo/ Industria	0,9426	7,1935	-0,3120	0,8885
IPC/ Industria	0,8755	2,6397	-0,0227	0,7665

Dado que existe una relación clara entre todos los índices, procedemos a analizar la relación entre el crecimiento de la Industria en relación al PIB, pues este último es el índice de mayor variedad de proyecciones, lo que nos permite acceder a distintas miradas de analistas.

Gráfico N°7: Relación crecimiento Industria vs PIB



El gráfico nos permite inferir que existe también una relación clara entre el PIB y el crecimiento de la Industria, a pesar de que el estadístico R no da un valor tan alto como se podría esperar.

Para la determinación del crecimiento de la Industria para los años 2014 al 2018, utilizamos la información antes recabada, usamos la relación PIB/Industria; dado que para el PIB se tienen diversas proyecciones dentro del Mercado Colombiano. Es más, el mismo Banco de la República de Colombia realiza un panel de análisis de expectativas sobre un grupo de instituciones expertas²¹, lo que nos entrega las expectativas del PIB para los años 2014 y 2015.

Para los años 2016 al 2018, se realizó una búsqueda de expectativas macroeconómicas a largo plazo sobre instituciones colombianas financieras, y en particular observamos las proyecciones Bancolombia, Helm Bank y Fedesarrollo²². Entre estas 3 proyecciones promediamos el escenario de largo plazo. Junto a la proyección del PIB, también Fedesarrollo presenta una proyección del sector Comercio; y además tenemos una proyección del IPC, el cual también tiene relación con el crecimiento de la Industria, sin embargo con menor correlación. Los resultados de las proyecciones son los siguientes:

Cuadro N° 35: Proyecciones Macroeconómicas

Año	2014 py	2015 py	2016 py	2017 py	2018 py	2019 py
PIB (Variación Anual) - Bancolombia	4,70%	4,50%	4,50%	4,34%	4,47%	4,20%
PIB (Variación Anual) - Helm Bank	4,70%	5,00%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
PIB (Variación Anual) - Fedesarrollo	4,30%	5,00%	4,70%	4,60%	4,60%	
Promedio	4,57%	4,83%	4,80%	4,71%	4,76%	

Año	2014 py	2015 py	2016 py	2017 py	2018 py	2019 py
Inflación (IPC variación anual) - Bancolombia	3,10%	3,43%	3,63%	3,48%	3,33%	3,19%
Inflación (IPC variación anual) - Helm Bank	3,30%	3,20%	3,20%	3,20%	3,25%	3,25%
Promedio	3,20%	3,32%	3,42%	3,34%	3,29%	3,22%

Finalmente en función de estas expectativas previamente observadas construimos nuestro cuadro de expectativas promedio; donde la línea de perspectivas de crecimiento de la Industria comercio se realiza en función de las expectativas de

²¹ Ver Cuadro Anexos N°12

²² Centro de Investigación Económico y Social de Colombia

crecimiento del PIB, usando la ecuación de correlación de ambas previamente identificada.

Cuadro N° 36: Perspectivas de crecimiento promedio

	2014	2015	2016	2017	2018
Perspectivas de Crecimiento del PIB	4,95%	4,50%	4,80%	4,71%	4,76%
Perspectivas de Crecimiento del IPC	3,30%	3,05%	3,42%	3,34%	3,29%
Perspectivas de Crecimiento Industria Comercio (Según PIB)	5,2%	4,5%	5,0%	4,8%	4,9%

La última línea del cuadro anterior nos muestra las perspectivas de crecimiento de la Industria proyectada para el periodo deseado; y es en función de esta proyección y su relación con los ingresos de Almacenes Éxito que procedemos a proyectar lo que serían sus Ingresos.

La proyección de Ingresos se realizó en función de la proyección de crecimiento del PIB para Colombia, dado que este posee una correlación directa con el crecimiento del sector comercio, el cual a su vez esta correlacionado con los ingresos de Almacenes Éxito. La tasa de crecimiento de los Ingresos de Almacenes Éxito quedo de la siguiente manera:

Cuadro N° 37: Proyección crecimiento ingresos

	2014	2015	2016	2017	2018
Tasa de Crecimiento Ingresos Almacenes Éxito	4,42%	2,57%	3,80%	3,45%	3,62%

Esta tasa de crecimiento anual es aplicada sobre el valor real de los ingresos al cierre del año 2013. Esto dado que corresponden a tasas de crecimiento anualizadas, y queremos conocer cómo se cerraría el año 2014. Sin embargo se aplicó una normalización sobre estos valores para tener en función de la UVR vigente al Cierre de Septiembre del 2014.

4.3.3. Proyección Costos

No existe detalle alguno de los Costos de ventas existentes, dentro del estado de resultados e informe de gestión anual no existe una nota que especifique a que corresponde estos costos. Ante esto lo primero que analizamos fue el comportamiento del margen bruto para el periodo de análisis utilizado, que es lo que se presenta a continuación.-

Cuadro N° 38: Margen Bruto

	2010	2011	2012	2013	3T2014
Margen Bruto	24,8%	25,3%	26,1%	26,6%	26,0%

Dada este comportamiento tan estable, asumimos que existe una directa correlación entre el movimiento de los Costos y los Ingresos, por esto es que optamos por simplemente mantener su estructura en función de la distribución que mejor explique esto.

Para la proyección de los costos de operación, primeramente proyectamos los costos de ventas directos, los cuales analizamos su tasa de crecimiento anual real, y posteriormente lo correlacionamos con el crecimiento de los Ingresos. La relación encontrada nos entrega, en función de la proyección de Ingresos, la proyección de los Costos de Ventas.

Por el Lado de los Gastos de Administración y ventas, se realizó idéntico análisis, encontrando a la vez una relación directa entre ingresos y gastos; por otro lado analizamos la proporción histórica de los gastos en salarios, la depreciación y amortización de intangibles y otros gastos operacionales.

Las relaciones comentadas se presentan a continuación; primero observamos la estructura de Gastos de Administración y ventas que ha presentado almacenes Éxito.

Cuadro N° 39: Gastos operacionales de Administración y Ventas

Ítem	2010			2011			2012			2013		
	Adm.	Ventas	Total	Adm.	Ventas	Total	Adm.	Ventas	Total	Adm.	Ventas	Total
Gastos de personal	471	2.403	2.874	586	2.785	3.371	631	3.672	4.303	610	3.857	4.468
Servicios	42	1.279	1.321	45	1.360	1.405	48	1.357	1.405	46	1.349	1.395
Depreciaciones	103	981	1.084	107	951	1.057	89	1.002	1.091	75	1.017	1.092
Arrendamientos	8	773	781	11	899	910	15	1.074	1.090	19	1.213	1.232
Impuestos	169	368	537	158	386	543	163	430	593	165	468	632
Amortizaciones	265	181	446	307	247	553	382	312	694	423	349	772
Mantenimiento y reparación	32	186	218	17	236	253	20	298	318	15	307	322
Material de empaque y marcada	2	154	156	2	186	188	1	238	239	1	242	243
Comisiones tarjeta debito y crédito	-	119	119	-	137	137	-	168	168	-	158	158
Seguros	20	65	85	19	79	98	18	96	113	23	108	131
Participación Ventas	-	-	-	-	63	63	-	65	65	-	67	67
Honorarios	47	9	56	55	6	61	71	7	78	51	27	78
Gastos de Viaje	24	16	41	37	16	53	34	15	49	26	14	40
Adecuación e instalaciones	3	23	26	4	28	32	2	26	28	1	25	26
Gastos Legales	8	12	19	5	14	19	7	16	23	4	18	22
Contribuciones y afiliaciones	4	2	6	4	1	4	3	4	7	3	5	8
Diversos	29	304	332	31	344	374	72	318	390	59	309	368
TOTAL	1.225	6.874	8.099	1.387	7.737	9.124	1.557	9.098	10.654	1.521	9.533	11.055

Estos Gastos han presentado una tasa de crecimiento que ha variado en el tiempo, tal como lo vemos a continuación:

Cuadro N° 40: Tasas de Crecimiento Históricas Gastos Adm. Y Ventas

Ítem	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Tasa Crecimiento Administración	5,92%	13,25%	12,21%	-2,26%	
Tasa Crecimiento Ventas	0,94%	12,56%	17,58%	4,79%	
Tasa crecimiento Adm. Y Ventas	1,66%	12,66%	16,77%	3,76%	1,26%

Sin embargo, al analizar su relación con las tasas de crecimiento de los ingresos, al mismo tiempo que analizamos los costos de ventas, si encontramos una relación, como podemos observar en los dos cuadros siguientes:

Cuadro N° 41: Tasa de Crecimiento Históricas

Crecimiento Real:	2010	2011	2012	2013	3T2014
Ingresos operacionales	5,00%	13,25%	12,40%	2,74%	2,01%
Costos de Ventas	5,12%	12,59%	11,14%	2,08%	2,06%
Gastos de Administración y Ventas	1,66%	12,66%	16,77%	3,76%	1,26%

Cuadro N° 42: Relación tasas de crecimiento con Ingresos

Crecimiento Real:	Correlación con Ingresos	Pendiente	Constante	R2
Costos de Ventas	0,9965	0,926512	0,000387	0,993009
Gastos de Administración y Ventas	0,9319	1,224753	-0,014479	0,868398

Finalmente tenemos una relación entre los costos y gastos con el crecimiento de los ingresos, lo que nos permite estimar una tasa de crecimiento de ambos en función del crecimiento ya proyectado de los ingresos. A continuación presentamos la proyección de las tasas de crecimiento anual por cada uno de estos ítems:

Cuadro N° 43: Proyecciones de crecimiento

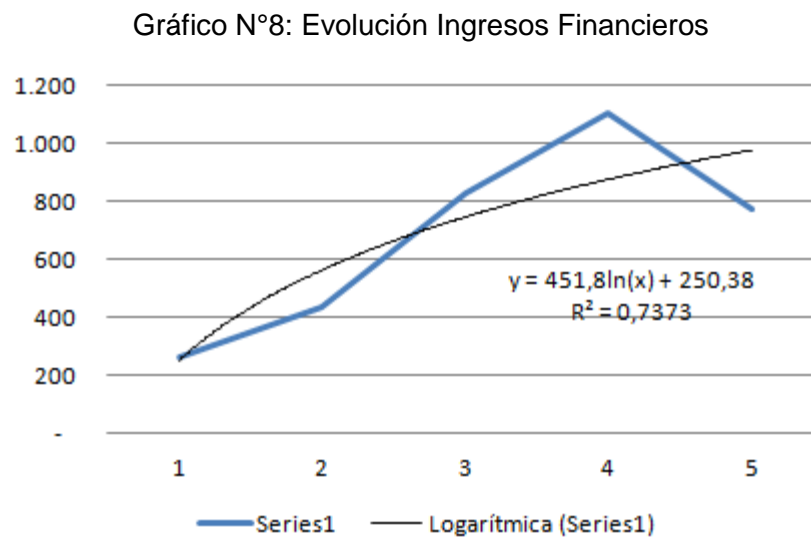
Proyección (tasas de crecimiento)	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Operacionales	4,42%	2,57%	3,80%	3,45%	3,62%
Costos de Ventas	4,13%	2,42%	3,56%	3,23%	3,40%
Gastos de Administración y Ventas	3,96%	1,70%	3,21%	2,77%	2,99%

Finalmente solo queda aplicar las tasas de crecimiento por los respectivos costos y gastos reales al 3er trimestre del 2014.

4.3.4. Proyección de Ingresos y Gastos No Operacionales

Para el caso de los resultados no operacionales estos se encuentran divididos en 4 grupos, Ingresos financieros, Dividendos y participaciones, Gastos Financieros y Otros Ingresos y Gastos Operacionales.

El primer ítem, Ingresos Financieros lo proyectamos en función de un criterio de crecimiento a través de una regresión logarítmica, que ajusta adecuadamente la tendencia de estos ingresos. La curva puede observarse a continuación:



Por el Lado de los Dividendos se asumió un criterio conservador, y dado que no se registraron ingresos durante el año 2013 y tampoco hay ingresos por este concepto al 3er trimestre del 2014, se optó por considerar constante igual a cero.

Para la proyección de los gastos financieros se asume que durante el 2014 se registrará un gasto financiero similar al de los 4 años previos, esto dado el bajo nivel de deuda financiera que posee Almacenes Éxito, y la procedencia de la misma, la cual en casi un 95% corresponde al pago de intereses por el Bono Carulla que poseen. Para el año 2015, se sabe que se genera el vencimiento del Bono, con el correspondiente pago del principal, esto llevaría su gasto financiero a un nivel mínimo,

posterior a esa fecha asumimos que se mantendrá estable el gasto financiero en torno al 5% de la deuda previa.

Finalmente para los Otros Ingresos y Gasto no Operacionales se asumió que aquellos no recurrentes se mantendrían en cero en el futuro, y sobre aquellos recurrentes se analizó su tendencia, y en función de esta se determinó su resultado futuro, buscando la ecuación que mejor explicara su comportamiento, ya sea una ecuación logarítmica o lineal, siempre tomando la opción más conservadora, y lo que el criterio experto aconsejara; en caso de no presentar tendencia se trabajó con el promedio móvil de los últimos 4 periodos.

La recurrencia de las cuentas no operacionales se determinó en función de la estabilidad de movimientos de estas cuentas entre los periodos de análisis. Dado que no se especifica esta información en el informe Trimestral del 2014, solo en los informes anuales, incorporamos el año 2009 en el análisis de recurrencia. A continuación se mencionan las cuentas no operacionales, desagregadas entre ingresos y gastos y se definen sus recurrencias en función de lo anteriormente planteado:

Cuadro N° 44: Recurrencia Ingresos No operacionales

Ingresos y Gastos No Operacionales		2009	2010	2011	2012	2013
INGRESOS NO OPERACIONALES						
R	Utilidad en Venta de propiedades , planta y equipo, inversiones e intangibles	401	103	69	26	52
R	Recuperación de provisiones	281	78	38	18	43
R	Amortización de la correccion monetaria diferida por desmonte de los ajustes por inflación	22	8	8	3	2
NR	Recuperación de costos y gastos	7	12	6	2	0
NR	Recuperación de provisiones por la venta de inversión en Cativen S.A.	42	28	166	153	0
NR	Recuperación Provisión cuenta por cobrar Geant International	0	417	0	0	0
NR	Utilidad en Venta de Inversiones	31	180	0	0	0
NR	Ingreso por diferencia en cambio	178	34	0	0	0
R	Otros Ingresos No Operacionales	47	29	8	12	13
TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES		1.009	888	294	212	110

Cuadro N° 45: Recurrencia Gastos No Operacionales

Ingresos y Gastos No Operacionales	2009	2010	2011	2012	2013
GASTOS NO OPERACIONALES					
R Gastos por regalías compañía de Sufinanciamiento TUYA S.A.	-27	-31	-48	-54	-64
NR Pérdida en Venta y retiro de bienes	-5	-6	-1	0	-63
R Gravamen a los movimientos financieros(cuatro por mil)	-6	-5	-97	-56	-57
R Amortizaciones, bonificaciones e indemnizaciones	-93	-156	-26	-52	-54
R Costas, Demandas, y procesos judiciales	-10	-2	-16	-41	-42
R Impuesto al Patrimonio	0	0	-12	-32	-36
R Provisión propiedades, planta y equipos	-3	-39	-1	-11	-19
R Costos de Siniestros	-10	-6	-8	-19	-16
R Donaciones	-11	-12	-14	-12	-15
NR Otras provisiones	0	0	0	0	-14
R Gastos proyectos especiales	0	-9	-8	-8	-3
R Pensiones de Jubilación	-0	-1	-2	-1	-0
NR Castigo de Cartera	-2	-19	-0	0	0
NR Provisión Cuentas por cobrar Geant international	-28	-363	0	0	0
NR Gasto por diferencia de cambio	-255	-93	0	0	0
NR Preoperativos	0	-15	0	0	0
NR Estabilidad Jurídica	-5	-6	0	0	0
NR Pérdida en Venta de Inversiones	-171	-0	0	0	0
NR Gastos por reestructuración e integración con Carulla S.A.	-11	0	0	0	0
R Otros Gastos no operacionales	-94	-76	-98	-26	-86
TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES	-730	-838	-332	-311	-468
TOTAL OTROS INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	279	50	-38	-99	-358

Determinada la recurrencia de cada una de las cuentas se procedió a estimar la proyección como se mencionó anteriormente, usando los criterios ya señalados, el resultado se presenta en el siguiente cuadro.

Cuadro N° 46: Proyección Ingresos no Operacionales

Ingresos y Gastos No Operacionales	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
INGRESOS NO OPERACIONALES					
Utilidad en Venta de propiedades , planta y equipo, inversiones e intangibles	49	41	34	28	23
Recuperación de provisiones	44	36	35	40	39
Amortización de la correccion monetaria diferida por desmonte de los ajustes por inflación	1	-	-	-	-
Recuperación de costos y gastos	-	-	-	-	-
Recuperación de provisiones por la venta de inversión en Cativen S.A.	-	-	-	-	-
Recuperación Provisión cuenta por cobrar Geant International	-	-	-	-	-
Utilidad en Venta de Inversiones	-	-	-	-	-
Ingreso por diferencia en cambio	-	-	-	-	-
Otros Ingresos No Operacionales	15	12	13	13	13
TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES	110	89	83	82	76

Cuadro N° 47: Proyección Gastos No Operacionales

Ingresos y Gastos No Operacionales	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
GASTOS NO OPERACIONALES					
Gastos por regalías compañía de Sufinanciamiento TUYA S.A.	- 68 -	72 -	76 -	79 -	81
Pérdida en Venta y retiro de bienes	- 15 -	20 -	24 -	30 -	22
Gravamen a los movimientos financieros(cuatro por mil)	- 54 -	66 -	58 -	59 -	59
Amortizaciones, bonificaciones e indemnizaciones	- 44 -	44 -	48 -	48 -	46
Costas, Demandas, y procesos judiciales	- 51 -	57 -	62 -	66 -	69
Impuesto al Patrimonio	- 42 -	47 -	51 -	55 -	58
Provisión propiedades, planta y equipos	- 24 -	27 -	31 -	33 -	35
Costos de Siniestros	- 12 -	14 -	15 -	14 -	14
Donaciones	- 13 -	13 -	13 -	13 -	13
Otras provisiones	-	-	-	-	-
Gastos proyectos especiales	- 7 -	7 -	6 -	6 -	6
Pensiones de Jubilación	- 1 -	1 -	1 -	1 -	1
Castigo de Cartera	-	-	-	-	-
Provisión Cuentas por cobrar Geant international	-	-	-	-	-
Gasto por diferencia de cambio	-	-	-	-	-
Preoperativos	-	-	-	-	-
Estabilidad Jurídica	-	-	-	-	-
Pérdida en Venta de Inversiones	-	-	-	-	-
Gastos por reestructuración e integración con Carulla S.A.	-	-	-	-	-
Otros Gastos no operacionales	- 71 -	70 -	63 -	73 -	69
TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES	- 402 -	438 -	449 -	476 -	476
TOTAL OTROS INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	- 292 -	349 -	366 -	395 -	400

Como se explicó al comienzo de este apartado, son 4 los ítems a proyectar, el resumen histórico se presenta a continuación:

Cuadro N° 48: Resumen Ingresos y Gastos No Operacionales

INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	2009	2010	2011	2012	2013	3T 2014
R Ingresos Financieros	265	436	829	1.109	776	621
NR Dividendos y participaciones	-	2	5	3	0	-
R Gastos Financieros	- 868 -	655 -	795 -	685 -	394 -	297
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	279	50 -	38 -	99 -	358 -	164
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	- 325 -	166	1	327	25	161

Finalmente, se proyectan estos ítems, según lo explicado para cada uno de estos

Cuadro N° 49: Resumen Proyecciones Ingresos y Gastos No Operacionales

INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
Ingresos Financieros	1.060	1.130	1.190	1.243	1.291
Dividendos y participaciones	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-632	-773	-32	-32	-32
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	-292	-349	-366	-395	-400
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	135	7	792	817	859

4.3.5. Ganancia antes de Impuestos

Con la proyección de cada uno de las partidas que explican el estado de resultados, es que podemos proyectar la ganancia antes de impuestos, y es lo que se puede apreciar en el cuadro siguiente.

Cuadro N° 50: Proyección Ganancia Antes de Impuestos

Estado de Resultados Proyectado	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
<u>INGRESOS OPERACIONALES</u>					
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	52.185	53.527	55.561	57.476	59.558
COSTO DE VENTAS	-38.215	-39.140	-40.533	-41.843	-43.264
UTILIDAD BRUTA	13.970	14.387	15.028	15.633	16.294
<u>GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS</u>					
Salarios y prestaciones Sociales	-4.508	-4.585	-4.732	-4.863	-5.009
Otros Gastos Operacionales de administracion y ventas	-4.775	-4.857	-5.012	-5.151	-5.305
Depreciaciones y Amortizaciones	-1.876	-1.908	-1.969	-2.024	-2.084
TOTAL DE GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS	-11.160	-11.350	-11.714	-12.038	-12.398
UTILIDAD OPERACIONAL	2.811	3.037	3.314	3.594	3.896
EBITDA	4.686	4.945	5.283	5.618	5.980
<u>INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES</u>					
Ingresos Financieros	1.029	1.097	1.155	1.207	1.253
Dividendos y participaciones	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-614	-750	-31	-31	-31
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	-284	-339	-356	-383	-388
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	131	7	769	793	834
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO E INTERES MINORITARIO	2.942	3.044	4.083	4.387	4.730
PARTICIPACION INTERES MINORITARIO	-9	-9	-9	-9	-9
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	2.933	3.036	4.075	4.379	4.721

Este es el resultado proyectado al que se le debe estimar el impuesto a aplicar, algo que no es trivial en el caso Colombiano, por lo que se generó un apartado específico para su explicación y su proyección.

4.3.6. Proyección Impuestos

En el caso Colombiano, el impuesto aplicado a las empresas no corresponde tan solo a un 25%. Es de un 34%, distribuido como un 25% de impuesto a las empresas, y un 9% de impuesto a la Equidad CREE. Y ambos impuestos se aplicaran sobre la utilidad Neta ajustada y una base de renta presuntiva estimada como el 3% del patrimonio del periodo anterior; siendo el resultado mayor el que finalmente se considere como impuesto a la empresa.

Para entender un poco como se aplica el impuesto en Colombia es que detallamos un poco su estructura.

El Congreso de la República aprobó el 26 de diciembre de 2012, la Ley de Reforma Tributaria 1607 que introdujo importantes cambios en Materia de impuesto de renta, así como la creación del impuesto sobre la renta para la equidad CREE, destinado principalmente a la financiación del SENA, ICBF, Sistema de Seguridad Social de Salud, el cual comenzó a regir a partir del año 2013.

La nueva reforma tributaria determinó que²³:

- a. Hasta 2012 la tarifa de rentas fiscales fue del 33%, a partir de 2013 la tarifa se reduce al 25% indefinidamente y se crea el impuesto de renta para la equidad CREE a la tarifa del 9% hasta el año gravable 2015 y del 8% del año 2016 en adelante.
- b. La base para determinar el impuesto sobre la renta y complementarios y el impuesto sobre la renta para la equidad CREE, no puede ser inferior al 3% de su patrimonio líquido en el último día del ejercicio gravable inmediatamente anterior.
- c. El porcentaje de reajuste anual para el costo de los bienes muebles e inmuebles que tengan carácter de activos fijos para el año 2013 es 2.4% (2012 – 3.04%).
- d. A partir del año gravable 2007 se eliminaron los ajustes integrales por inflación para efectos fiscales y se reactivó el impuesto a las ganancias ocasionales hoy con tarifa

²³ Fuente Informe de Gestión de almacenes éxito 2013, Nota a los Estados Financieros, pag. 53

del 10%, calculado para las personas jurídicas sobre el total de ingresos que por este concepto obtengan los contribuyentes durante el año gravable.

e. A partir del año gravable 2007 y hasta el año gravable 2009, la deducción por inversiones efectivas realizadas en activos fijos reales productivos es del 40% y su utilización no genera utilidad gravada en cabeza de los socios o accionistas. Los contribuyentes que adquieran activos fijos productivos depreciables a partir del 1° de enero de 2007 y utilicen la deducción aquí establecida, solo podrán depreciar dichos activos por el sistema de línea recta y no tendrán derecho al beneficio de auditoría aun cumpliendo los presupuestos establecidos para acceder al mismo en las normas tributarias. Con anterioridad al 1° de enero de 2007 sobre las inversiones en activos fijos productivos aplicaba esta deducción sin la obligación de depreciar estos bienes por el sistema de línea recta. Cuando los activos sobre los cuales se tomó el beneficio de la deducción, dejen de ser utilizados en la actividad productora de renta o sean enajenados, la proporción de esta deducción equivalente a la vida útil restante al momento de su abandono o venta, constituyen un ingreso gravable a las tarifas vigentes.

La Ley 1370 de 2009 disminuyó para el año 2010 la tarifa para la deducción por inversiones efectivas realizadas en activos fijos reales productivos de 40% a 30%, la Ley 1430 de diciembre 29 de 2010 elimina la deducción especial por inversión en activos fijos reales productivos a partir del año gravable 2011. No obstante, se autoriza para aquellos inversionistas que hubieran presentado solicitud para acceder a contratos de estabilidad jurídica antes del 1° de noviembre de 2010, la posibilidad de estabilizar esta norma por un término máximo de 3 años.

f. De acuerdo con las disposiciones tributarias vigentes a partir del año gravable 2007 las sociedades podrán compensar sin limitación porcentual y en cualquier tiempo las pérdidas fiscales reajustadas fiscalmente, con las rentas líquidas ordinarias sin perjuicio de la renta presuntiva del ejercicio. Los excesos de renta presuntiva sobre renta ordinaria obtenidos a partir del año gravable 2007 podrán compensarse con las rentas líquidas ordinarias determinadas dentro de los cinco años siguientes reajustados fiscalmente. Las pérdidas de las sociedades no serán trasladables a los

socios. Las pérdidas fiscales originadas en ingresos no constitutivos de renta ni de ganancia ocasional y en costos y deducciones, que no tengan relación de causalidad con la generación de renta gravable, en ninguna caso podrán ser compensadas con las rentas líquidas del contribuyente.

Lo anterior vendría a ser a grandes rasgos el sistema impositivo al que se ve expuesto Almacenes Éxito, y por lo tanto el cual debe ser proyectado para su aplicación.

A continuación se presenta el esquema de movimiento impositivo que presenta Almacenes Éxito durante el periodo 2010 a 2013. Este esquema omite el año 2014 dado que a la fecha de análisis no se encontraba la información disponible.

Cuadro N° 51: Movimiento anual Impuesto a la Renta

Movimientos del impuesto a la renta diferidos durante el año	2010	2011	2012	2013
SALDO INICIO DEL AÑO	-379	-468	-644	-546
Saldo inicio año filial Spice		-180		
Traslado del impuesto diferido por pagar de renta al impuesto diferido por pagar CREE				-11
Impuesto sobre la renta diferido anual por efecto de:				
Provisión de pasivos para gastos no deducibles	-65	-43	-36	-40
Provisión de inventarios no deducibles	-54	-80	-52	-26
Provisión de Impuestos no deducibles	-33	-41	-42	-34
Ajuste al Gasto depreciación / diferencia contable y fiscal	5	3	2	0
Impuesto diferido por pagar calculo actuarial	0	0	3	-1
Utilización de pasivos provisionados deducibles	39	65	42	38
Utilización provisión de inventarios deducibles	37	52	28	37
Utilización de provisión de impuestos deducibles	32	30	40	44
Impuesto diferido por cobrar perdidas fiscales de Spice	0	-37	-35	-17
Amortización exceso de renta presuntiva sobre renta ordinaria	-94	12	119	136
Impuesto diferido por pagar deducción amortización crédito mercantil carulla vivero	44	42	-41	0
Efecto de reforma tributaria por cambios de tarifa impuesto de renta			58	
MOVIMIENTOS NETOS DEL AÑO	-89	3	84	137
AJUSTE POR CONVERSION DE MONEDA		0	15	2
SALDO FINAL AÑO	-468	-644	-546	-418

De igual manera se presenta el cuadro de movimientos de impuesto para la equidad CREE.

Cuadro N° 52: Movimiento Anual Impuestos para la Equidad CREE

Movimientos del impuesto a la renta para la equidad CREE diferidos durante el año	2013
SALDO INICIO DEL AÑO	
Traslado del impuesto diferido por pagar de renta al impuesto diferido por pagar CREE	11
Impuesto sobre la renta diferido en el año por efecto de:	
Provisión de pasivos para gastos no deducibles	-4
Provisión de inventarios no deducibles	-9
Provisión de impuestos no deducibles	-9
MOVIMIENTOS NETOS DEL AÑO	-22
SALDO FINAL AÑO	-11

Los cuadros anteriores representan los movimientos que se producen durante el año de los impuestos, esto es un hecho esencial en la determinación de los impuestos, por lo tanto se consideró necesario proyectarlos. Los criterios fueron idénticos a los utilizados anteriormente, dada la pertinencia se utilizó una proyección en base a una distribución de tendencia, una media móvil o un criterio experto. Los resultados se observan a continuación:

Cuadro N° 53: Proyección movimiento anual Impuestos a la renta

Movimientos del impuesto a la renta diferidos durante el año	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
SALDO INICIO DEL AÑO	-418	-367	-306	-221	-137
Saldo inicio año filial Spice					
Traslado del impuesto diferido por pagar de renta al impuesto diferido por pagar CREE					
Impuesto sobre la renta diferido anual por efecto de:					
Provisión de pasivos para gastos no deducibles	-46	-41	-41	-42	-42
Provisión de inventarios no deducibles	-53	-53	-46	-44	-49
Provisión de Impuestos no deducibles	-38	-39	-38	-37	-38
Ajuste al Gasto depreciación / diferencia contable y fiscal					
Impuesto diferido por pagar calculo actuarial	0	0	1	0	0
Utilización de pasivos provisionados deducibles	46	48	43	44	45
Utilización provisión de inventarios deducibles	38	39	35	37	37
Utilización de provisión de impuestos deducibles	44	45	47	48	49
Impuesto diferido por cobrar perdidas fiscales de Spice	-30	-28	-25	-27	-27
Amortización exceso de renta presuntiva sobre renta ordinaria	89	89	108	106	98
Impuesto diferido por pagar deducción amortización crédito mercantil carulla vivero					
Efecto de reforma tributaria por cambios de tarifa impuesto de renta					
MOVIMIENTOS NETOS DEL AÑO	51	61	85	84	74
AJUSTE POR CONVERSION DE MONEDA					
SALDO FINAL AÑO	-367	-306	-221	-137	-62

En el caso del impuesto a la Equidad CREE, como no se tiene información histórica simplemente se optó por mantener constantes los movimientos anuales.

Cuadro N° 54: Proyección movimiento anual Impuestos a la equidad CREE

Movimientos del impuesto a la renta para la equidad CREE diferidos durante el año	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
SALDO INICIO DEL AÑO	-11	-11	-11	-11	-12
Traslado del impuesto diferido por pagar de renta al impuesto diferido por pagar CREE	11	11	12	12	12
Impuesto sobre la renta diferido en el año por efecto de:	0	0	0	0	0
Provisión de pasivos para gastos no deducibles	-4	-4	-4	-4	-4
Provisión de inventarios no deducibles	-9	-10	-10	-10	-10
Provisión de impuestos no deducibles	-9	-9	-9	-9	-10
MOVIMIENTOS NETOS DEL AÑO	-22	-23	-23	-24	-24
SALDO FINAL AÑO	-11	-11	-11	-12	-12

El sistema Impositivo colombiano presenta algunos reparos, es posible realizar deducciones de impuestos y a la vez es necesario incorporar cuentas gravables según su sistema tributario. Lo anterior se ejemplifica a continuación:

Cuadro N° 55: Conciliación Impuesto a la Renta

Conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales es la siguiente	2010	2011	2012	2013
UTILIDAD CONTABLE ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	1.503	2.131	2.737	2.636
Mas:				
Pérdida en Venta y retiro de propiedades , planta y equipo	35			0
Provisión de inversiones		0	0	11
Provisión propiedades plantas y equipos			11	4
Provisión de otros activos	375	3	1	0
Gastos no deducibles por pasivos Provisionados	120	66	32	118
Provisión de merma desconocida	163	244	158	101
Gravamen a los movimientos financieros	4	73	42	29
Provisión Industria y Comercio y Predial	106	124	128	124
Gastos no deducibles	64	32	61	48
Recuperación depreciación en venta de activos fijos	25	30	7	8
Diferencia en cambio de la Spice Investment Mercosur S.A.	0	59	0	0
Dividendos recibidos de Spice Investments Mercosur S.A.	0	0	0	170
Ajuste gasto depreciación por diferencia contable y fiscal	18	7	0	0
Reintegro de deducción por inversión en activos fijos productivos	6	3	1	5
Gasto Método de Participación Didetexco S.A.	3	0	0	0
Efectos Filiales	7	414	308	442
Menos:				
Retiro de utilidad en venta de activos fijos declarada por ganancias ocasionales	-233	-56	-18	-28
Recuperación de Provisión de activos	-447	-187	-186	-11
Provisión de Pasivos de años anteriores, deducible en el año actual	-166	-144	-51	-54
Pagos del año en industria y comercio y predial	-96	-102	-120	-119
Deducción crédito mercantil adicional a lo contable	-813	-743	-617	-757
Provisión de inventarios de años anteriores, deducible en el año actual	-116	-171	-142	-109
Ajustes Fiscales de la filial Spice Investment Mercosur S.A.	0	-325	-94	-185
Ingreso por método de participación en resultados	0	-146	-307	-443
Ingresos no constitutivos de renta ni ganancia ocasional	0	0	0	0
Otros ingresos no Gravables	-3	-14	-6	-10
Deducción del 40% de la inversión en activos productores de Renta	-270	-383	-380	-305
Amortización excesos de renta presuntiva de años anteriores	0	-59	-361	-545
Amortización de pérdida fiscal	0	0	0	-70
Compensación de pérdidas fiscales de años anteriores	0	-373	-24	0
Deducción por diferencia en cambio de la filial Spice Investment mercosur S.A.	0	0	-147	-25
TOTAL RENTA LIQUIDA ORDINARIA	285	482	1.032	1.035

El sistema tributario colombiano afecta también a las ganancias ocasionales de una empresa, en este caso se presenta el flujo de ganancias ocasionales que ha presentado Almacenes Éxito en el periodo de análisis.

Cuadro N° 56: Impuesto a las ganancias Ocasionales

Ganancias Ocasionales para efectos Fiscales	2010	2011	2012	2013
Precio de Venta de Activos Fijos Inmuebles vendidos (poseídos por más de 2 años)	71	213	29	35
Precio de Venta de Activos fijos muebles vendidos	16	13	5	1
Precio de Liquidación / venta de las inversiones liquidadas/vendidas	896	12	0	0
TOTAL PRECIO DE VENTA	983	238	34	36
Costo Fiscal de Activos Fijos Inmuebles Vendidos	-47	-186	-29	-27
Costo Fiscal de Activos Fijos Muebles Vendidos	-15	-14	-5	0
Costo Fiscal de las inversiones liquidadas/vendidas	-716	-17	0	0
TOTAL COSTO	-778	-217	-34	-27
GANANCIAS OCASIONALES GRAVABLES	204	22	0	9
IMPUESTO GANANCIAS OCASIONALES	67	7	0	1

De igual manera el Impuesto a la equidad CREE también presenta ajustes sobre la Utilidad generada antes de impuesto por la operación de Almacenes Éxito

Cuadro N° 57: Conciliación Impuesto a la Equidad CREE

Conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para la equidad CREE es la siguiente	2013
UTILIDAD CONTABLE ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA PARA LA EQUIDAD CREE	2.636
Mas:	0
Pérdida en Venta y retiro de propiedades , planta y equipo	0
Provisión de inversiones	11
Provisión propiedades plantas y equipos	4
Gastos no deducibles por pasivos Provisionados	66
Provisión de merma desconocida	102
Gravamen a los movimientos financieros	29
Provisión Industria y Comercio y Predial	92
Gastos no deducibles	130
Dividendos recibidos de Spice Investments Mercosur S.A.	170
Efectos Filiales	442
Menos	0
Retiro de utilidad en venta de activos fijos declarada por ganancias ocasionales	-28
Deducción crédito mercantil adicional a lo contable	-757
Provisión de inventarios de años anteriores, deducible en el año actual	-1
Ingreso por método de participación en resultados	-441
Ingresos no constitutivos de renta ni ganancia ocasional	0
Otros ingresos no Gravables	0
Eliminación rentas liquidas/pérdidas no gravadas	-415
Deducción por diferencia en cambio de la filial Spice Investment mercosur S.A.	-25
TOTAL RENTA GRAVABLE PARA LA EQUIDAD CREE	2.017

Continuamos con las proyecciones, que se realizan de idéntica manera que las proyecciones anteriores, los resultados para cada uno de los ítems impositivos se presentan a continuación:

Cuadro N° 58: Proyección Conciliación Impuesto a la Renta

Conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales es la siguiente	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
UTILIDAD CONTABLE ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	3.021	3.126	4.196	4.509	4.862
Mas:					
Pérdida en Venta y retiro de propiedades , planta y equipo	0	0	0	0	0
Provisión de inversiones	11	11	12	12	12
Provisión propiedades plantas y equipos	7	6	7	6	6
Provisión de otros activos	0	0	0	0	0
Gastos no deducibles por pasivos Provisionados	84	75	77	89	81
Provisión de merma desconocida	166	167	148	146	157
Gravamen a los movimientos financieros	37	45	38	37	39
Provisión Industria y Comercio y Predial	132	135	137	139	141
Gastos no deducibles	51	48	52	50	50
Recuperación depreciación en venta de activos fijos	5	2	0	0	0
Diferencia en cambio de la Spice Investment Mercosur S.A.	0	0	0	0	0
Dividendos recibidos de Spice Investments Mercosur S.A.	0	0	0	0	0
Ajuste gasto depreciación por diferencia contable y fiscal	0	0	0	0	0
Reintegro de deducción por inversión en activos fijos productivos	4	3	4	4	4
Gasto Método de Participación Didetexco S.A.	0	0	0	0	0
Efectos Filiales	388	379	403	390	391
Menos:					
Retiro de utilidad en venta de activos fijos declarada por ganancias ocasionales	-34	-27	-30	-30	-29
Recuperación de Provisión de activos	-11	-11	-11	-11	-11
Provisión de Pasivos de años anteriores, deducible en el año actual	-29	-13	0	0	0
Pagos del año en industria y comercio y predial	-109	-113	-115	-114	-113
Deducción crédito mercantil adicional a lo contable	-732	-712	-705	-726	-719
Provisión de inventarios de años anteriores, deducible en el año actual	-134	-139	-131	-128	-133
Ajustes Fiscales de la filial Spice Investment Mercosur S.A.	-151	-189	-155	-170	-166
Ingreso por método de participación en resultados	-481	-538	-586	-628	-666
Ingresos no constitutivos de renta ni ganancia ocasional	0	0	0	0	0
Otros ingresos no Gravables	-8	-9	-8	-9	-9
Deducción del 40% de la inversión en activos productores de Renta	-334	-351	-343	-333	-340
Amortización excesos de renta presuntiva de años anteriores	-561	-633	-694	-746	-792
Amortización de pérdida fiscal	-70	-70	-70	-70	-70
Compensación de pérdidas fiscales de años anteriores	0	0	0	0	0
Deducción por diferencia en cambio de la filial Spice Investment mercosur S.A.	-43	-54	-67	-47	-53
TOTAL RENTA LIQUIDA ORDINARIA	1.208	1.141	2.159	2.368	2.643

Cuadro N° 59: Proyección Impuesto a las Ganancias Ocasionales

Ganancias Ocasionales para efectos Fiscales	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
Precio de Venta de Activos Fijos Inmuebles vendidos (poseídos por más de 2 años)	87	91	60	68	77
Precio de Venta de Activos fijos muebles vendidos	0	0	0	0	0
Precio de Liquidación / venta de las inversiones liquidadas/vendidas	0	0	0	0	0
TOTAL PRECIO DE VENTA	87	91	60	68	77
Costo Fiscal de Activos Fijos Inmuebles Vendidos	-28	-28	-28	-28	-28
Costo Fiscal de Activos Fijos Muebles Vendidos	0	0	0	0	0
Costo Fiscal de las inversiones liquidadas/vendidas	0	0	0	0	0
TOTAL COSTO	-28	-28	-28	-28	-28
GANANCIAS OCASIONALES GRAVABLES	59	63	33	41	49
IMPUESTO GANANCIAS OCASIONALES	6	6	3	4	5

Cuadro N° 60: Proyección Conciliación Impuesto a la Equidad CREE

Conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para la equidad CREE es la siguiente	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
UTILIDAD CONTABLE ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA PARA LA EQUIDAD CREE	3.021	3.126	4.196	4.509	4.862
Mas:					
Pérdida en Venta y retiro de propiedades , planta y equipo	0	0	0	0	0
Provisión de inversiones	12	12	12	12	12
Provisión propiedades plantas y equipos	4	4	4	4	4
Gastos no deducibles por pasivos Provisionados	68	69	70	71	73
Provisión de merma desconocida	104	106	108	110	112
Gravamen a los movimientos financieros	29	30	30	31	31
Provisión Industria y Comercio y Predial	94	96	98	99	101
Gastos no deducibles	132	135	137	140	142
Dividendos recibidos de Spice Investments Mercosur S.A.	173	176	180	183	186
Efectos Filiales	449	458	466	474	483
Menos	0	0	0	0	0
Retiro de utilidad en venta de activos fijos declarada por ganancias ocasionales	-28	-29	-30	-30	-31
Deducción crédito mercantil adicional a lo contable	-771	-784	-798	-813	-827
Provisión de inventarios de años anteriores, deducible en el año actual	-1	-1	-1	-1	-1
Ingreso por método de participación en resultados	-449	-457	-465	-473	-482
Ingresos no constitutivos de renta ni ganancia ocasional	0	0	0	0	0
Otros ingresos no Gravables	0	0	0	0	0
Eliminación rentas liquidas/pérdidas no gravadas	-422	-430	-437	-445	-453
Deducción por diferencia en cambio de la filial Spice Investment mercosur S.A.	-26	-26	-27	-27	-27
TOTAL RENTA GRAVABLE PARA LA EQUIDAD CREE	2.390	2.484	3.543	3.844	4.185

Finalmente se tiene la estructura impositiva a la que ha estado sometido Almacenes Éxito. Recordemos que se define en función del máximo entre el 3% del patrimonio líquido y la Renta líquida Gravable, el histórico del pago impositivo se presenta en el siguiente cuadro.

Cuadro N° 61: Gasto en Impuestos

Impuesto a la Renta	2010	2011	2012	2013
Patrimonio Líquido al 31 Dic del año anterior	20.714	17.638	30.981	29.061
Menos Patrimonio líquido a excluir	-1.969	-299	-349	-339
PATRIMONIO LIQUIDO BASE DE RENTA PRESUNTIVA	18.746	17.339	30.632	28.722
Renta Presuntiva sobre patrimonio líquido	562	520	839	807
Renta Líquida Ordinaria	285	482	1.032	1.035
RENTA LIQUIDA GRAVABLE	562	482	1.032	1.035
IMPUESTO SOBRE LA RENTA ANTES DE GANANCIAS OCASIONALES	186	162	323	265
Impuesto sobre ganancias ocasionales	67	7	0	1
TOTAL IMPUESTO A LA RENTA ANTES DE DESCUENTO TRIBUTARIO	253	169	324	266
Descuento tributario por inversión en compañías ganaderas	-1	-4		
Descuento tributario por impuesto pagado en el extranjero				-33
TOTAL PASIVO CORRIENTE POR IMPUESTO A LA RENTA	252	165	325	232
Recuperación Impuesto a la renta año anterior	4		0	-3
IMPUESTO SOBRE LA RENTA Y COMPLEMENTARIOS	256	165	325	229
Gasto impuesto a la Renta Corriente	256	165	325	229
Movimiento Neto de Diferidos	-89	3	84	137
GASTO IMPUESTO A LA RENTA Y COMPLEMENTARIOS	167	169	409	367
Renta líquida Ordinaria Equidad CREE				2.017
Pasivo Corriente por Impuesto sobre la Renta Equidad CREE 9%				181
Gasto impuesto a la renta corriente para equidad CREE				181
Movimientos Netos Diferidos				-22
GASTO IMPUESTO A LA RENTA PARA LA EQUIDAD CREE				160

Con las proyecciones ya realizadas, y por otro lado la ganancia antes de impuesto ya proyectada podemos determinar el monto estimado a pagar por impuestos en el futuro por Almacenes Éxito.

Cuadro N° 62: Gasto en Impuestos Proyectado

Impuesto a la Renta	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
Patrimonio Liquidado al 31 Dic del año anterior	30.021	29.541	29.781	29.661	29.721
Menos Patrimonio Liquidado a excluir	-329	-339	-336	-334	-336
PATRIMONIO LIQUIDO BASE DE RENTA PRESUNTIVA	29.692	29.202	29445,5	29.327	29.385
Renta Presuntiva sobre patrimonio liquidado	891	876	883	880	882
Renta Liquidada Ordinaria	1.208	1.141	2.159	2.368	2.643
RENDA LIQUIDA GRAVABLE	1.208	1.141	2159,2	2.368	2.643
IMPUESTO SOBRE LA RENTA ANTES DE GANANCIAS OCASIONALES	302	285	540	592	661
Impuesto sobre ganancias ocasionales	6	6	3	4	5
TOTAL IMPUESTO A LA RENTA ANTES DE DESCUENTO TRIBUTARIO	308	291	543,061	596	666
Descuento tributario por inversión en compañías ganaderas	0	0	0	0	0
Descuento tributario por impuesto pagado en el extranjero	0	0	0	0	0
TOTAL PASIVO CORRIENTE POR IMPUESTO A LA RENTA	308	291	543,061	596	666
Recuperación Impuesto a la renta año anterior	0	0	0	0	0
IMPUESTO SOBRE LA RENTA Y COMPLEMENTARIOS	308	291	543,061	596	666
Gasto impuesto a la Renta Corriente	308	291	543	596	666
Movimiento Neto de Diferidos	51	61	85	84	74
GASTO IMPUESTO A LA RENTA Y COMPLEMENTARIOS	359	353	627,852	680	740
Renta líquida Ordinaria Equidad CREE	2.390	2.484	3.543	3.844	4.185
Pasivo Corriente por Impuesto sobre la Renta Equidad CREE 9%	215	199	283	308	335
Gasto impuesto a la renta corriente para equidad CREE	215	199	283	308	335
Movimientos Netos Diferidos	-22	-23	-23	-24	-24
GASTO IMPUESTO A LA RENTA PARA LA EQUIDAD CREE	193	176	260,376	284	311

Finalmente con estos antecedentes es posible determinar la utilidad neta proyectada de almacenes Éxito.

4.3.7. Estado de Resultados Projectado

Con la estructura impositiva que afectará a Almacenes Éxito ya proyectada, no existe impedimento alguno para tener el estado de resultados proyectado, así que finalmente tenemos en el siguiente cuadro el estado de resultados proyectado en el cual incluimos el apartado correspondiente al 4to trimestre del año 2014, el cual es resultado de la diferencia entre la proyección de cierre del año y el resultado real observado al 3er trimestre del 2014.

Cuadro N° 63: Estado de Resultados Projectado

	4T 2014	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
<u>INGRESOS OPERACIONALES</u>						
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	14.768	52.185	53.527	55.561	57.476	59.558
COSTO DE VENTAS	-10.535	-38.215	-39.140	-40.533	-41.843	-43.264
UTILIDAD BRUTA	4.232	13.970	14.387	15.028	15.633	16.294
<u>GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS</u>						
Salarios y prestaciones Sociales		-4.508	-4.585	-4.732	-4.863	-5.009
Otros Gastos Operacionales de administracion y ventas		-4.775	-4.857	-5.012	-5.151	-5.305
Depreciaciones y Amortizaciones	-519	-1.876	-1.908	-1.969	-2.024	-2.084
TOTAL DE GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS	-2.937	-11.160	-11.350	-11.714	-12.038	-12.398
UTILIDAD OPERACIONAL	1.296	2.811	3.037	3.314	3.594	3.896
EBITDA		4.686	4.945	5.283	5.618	5.980
<u>INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES</u>						
Ingresos Financieros	408	1.029	1.097	1.155	1.207	1.253
Dividendos y participaciones	0	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	-317	-614	-750	-31	-31	-31
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	-120	-284	-339	-356	-383	-388
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	-30	131	7	769	793	834
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO E INTERES MINORITARIO	1.266	2.942	3.044	4.083	4.387	4.730
PARTICIPACION INTERES MINORITARIO	-6	-9	-9	-9	-9	-9
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	1.260	2.933	3.036	4.075	4.379	4.721
<u>IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS</u>						
Corriente		299	283	527	579	646
Diferido		50	59	82	82	72
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA Y COMPLEMENTARIOS	-13	349	342	610	660	718
<u>IMPUESTO DE RENTA PARA LA EQUIDAD CREE</u>						
Corriente		209	193	275	299	325
Diferido		-22	-22	-22	-23	-23
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA PARA LA EQUIDAD CREE	187	187	171	253	276	302
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA	174	536	513	863	936	1.020
UTILIDAD NETA	1.085	2.397	2.522	3.212	3.442	3.701

4.4. Flujo de Caja Libre

Para la Valorización mediante el flujo de caja descontado es necesario realizar la corrección de ciertas cuentas que no significan flujo de caja o efectivo en el estado de resultados, y además se deben ajustar las cuentas de tal forma que no se incorpore el ahorro tributario de los gastos financieros. Por otro lado solo se deben considerar las cuentas que sean permanentes en el tiempo, es decir que vayan a ser sujetas siempre de impuestos; esto último se consideró al aplicar el sistema impositivo Colombiano.

A continuación definiremos como se tratara cada una de las cuentas que deben ser ajustadas en el flujo de caja libre.

Depreciación y Amortización: La Depreciación y amortización se toman como proporción de la proyección de Gastos en Administración y Ventas, esto debido a que en el tiempo han mantenido una proporción estable en este ítem. En las notas de los estados de resultados de Almacenes Éxito se explicita esta situación, lo que facilita que una vez proyectado los gastos de Administración y Ventas solo sea necesario aplicar el ponderador para obtener el valor futuro de depreciación y amortización. Para la estimación del Valor Terminal se dejaron ambas partidas con idéntico valor.

Inversión en Reposición e Inversión en Nuevo Activo Fijo: La Inversión en Reposición y las nuevas inversiones se encuentran unidas dentro de la información histórica entregada por almacenes Éxito. Y ésta según se informa desde almacenes Éxito corresponde a un 4% del total de las ventas. En el análisis histórico observamos que efectivamente corresponde en promedio a un 4,6% del total de las ventas, y este es el valor que utilizaremos. Dentro de este valor, se tiene que un 30% corresponde a inversión en reposición, y el restante a Inversión en Nuevos Activos.

Cuadro N° 64: Inversión Histórica

Inversiones	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Colombia:					
Aperturas Conversiones y remodelaciones	179.568	234.837	304.952	286.099	
Reposición	92.505	74.159	124.558	134.635	
Total	272.073	308.996	429.510	420.734	
Uruguay					
Adquisición		1.440.439			
Inversión Uruguay		16.020	45.542	81.749	
Total Grupo Éxito	272.073	1.765.455	475.052	502.483	435.364
					Estimado
Inversión / Ventas	3,62%	19,96%	4,64%	4,70%	5,44%
		325.016			
Inversión sin Adquisición / Ventas		3,67%			

La Inversión realizada al 3er trimestre del año 2014 se estima proporcional a las expectativas de inversión declaradas por Almacenes Éxito para todo el año, las cuales se cifran en MM\$215 de Dólares. El monto se ponderó de manera equitativa en función de los meses transcurrido del año y el valor del dólar al 30 de Septiembre.

El valor promedio de Inversión sobre las Ventas queda en 4,6% sin contar la adquisición de Spice Investment en Uruguay

Capital de Trabajo: Se estimó la inversión en Capital de trabajo en función de los días de rotación que históricamente ha presentado Almacenes Éxito, los cuales dan un valor de 66 días en promedio. Dado esto y la proyección de Ventas se estimó la inversión necesaria en capital de trabajo para mantener la operación. Las tablas siguientes dan cuenta del cálculo del Capital de trabajo necesario.

Cuadro N° 65: Resumen Cuentas Capital de trabajo

Capital de Trabajo	2010	2011	2012	2013	3T 2014
Disponible	516.325	1.487.540	1.591.110	1.772.411	919.539
Inventarios (Existencias)	840.909	994.501	1.106.138	1.138.925	1.374.291
Deudores (Cuentas por Cobrar)	230.824	341.541	327.700	359.780	417.807
Inversiones Negociables (Valores Negociabl	280.733	786.142	916.067	981.754	1.212.962
Proveedores	1.089.877	1.443.809	1.648.639	1.784.319	1.516.216
Acreedores Varios	357.325	73.030	2.722	102.325	160.739
Cuentas por Pagar	273.897	351.462	402.967	405.103	389.974

Cuadro N° 66: Determinación necesidad de Capital de Trabajo

	2010	2011	2012	2013	3T 2014
CTON	147.692	1.741.423	1.886.687	1.961.123	1.857.670
Ventas	7.510.079	8.844.710	10.229.673	10.696.961	8.008.517
	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
Ventas Py (UVR)	52.185	53.527	55.561	57.476	59.558
	2010	2011	2012	2013	3T 2014
RCTON = CTON/Venta	1,97%	19,69%	18,44%	18,33%	16,63%
Diario	7,08	70,88	66,40	66,00	59,88
	2014 Py	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py
Delta CTON	-246,04	-372,96	-350,98	-381,77	-196,54

Los cuadros anteriores dan cuenta de la estimación del Capital de Trabajo necesario para mantener el funcionamiento de la empresa en el futuro.

Finalmente con las partidas explicadas, es posible proyectar el flujo de caja libre y el valor terminal; en este caso se eliminan las partidas que no significan flujo de caja, y por otro lado se incorporan aquellos Gastos permanentes.

Cuadro N° 67: Proyección Flujo de Caja Libre y Valor Terminal

Ajustes al Flujo de Caja							
	4T 2014	2015 Py	2016 Py	2017 Py	2018 Py	2019 Py	
(=) UTILIDAD/PERDIDA DEL EJERCICIO	1.085	2.522	3.212	3.442	3.701	3.701	
(+) Depreciacion	326	1.325	1.368	1.405	1.447	1.447	
(+) Amortización de Intangibles	143	583	601	618	637	637	
(-) Inversion en reposicion	-	180	-	739	-	793	-
(-) Intereses ganados despues de impto	-	170	-	724	-	763	-
(+) Gastos Financieros despues de impto	101	495	20	20	20	20	
(+/-) Ingresos/Gastos fuera de explotacion despues de impuesto	47	224	235	253	256	256	
(-) Inversion en Capital Fisico	-	420	-	1.724	-	1.789	-
(+/-) Aumentos/disminuciones de Capital de Trabajo	-	62	-	373	-	351	-
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE	871	1.590	1.767	1.917	2.299	3.151	
VALOR TERMINAL					30.327		
FLUJO DE CAJA + VALOR TERMINAL							
	871	1.590	1.767	1.917	32.625		

Adicionalmente, se aplicó ya el WAAC sobre el valor terminal y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1,8% para almacenes Éxito. Esta tasa fue considerada por juicio experto como necesaria de aplicar, pues corresponde el mínimo crecimiento que se espera sobre almacenes Éxito según analistas de Bancolombia dada su historia reciente y el crecimiento por Ventas que ha tenido por metro cuadrado de venta disponible. Esto se considera justo y mínimo dada la historia de almacenes éxito, aun siendo conservador este índice de crecimiento.

4.5. Valoración por flujo de caja descontado

El esquema de funcionamiento de Almacenes Éxito, y el exceso de Efectivo que posee, lo ha llevado a tener un nivel de Activos Prescindibles sumamente alto, Inversiones en Empresas no controladas entre otros Activos Prescindible. Estos son considerados dentro de la Valorización.

Dado el esquema de negocio, y el crecimiento histórico de Almacenes Éxito, se consideró que debía incorporarse una tasa de crecimiento mínimo en el valor terminal. Se consideró un 1,8% de crecimiento, valor estimado en función al crecimiento histórico de ventas por metro cuadrado existente en el retail colombiano, el cual por se, es explicado en gran parte por almacenes Éxito

Finalmente solo queda estimar el Valor de la Empresa, esto se logra aplicando el WACC calculado para la empresa. Las partidas consideradas para el cálculo del valor se presentan a continuación.

Cuadro N° 68: Resumen Valorización Almacenes Éxito

RESUMEN AL 31 SEPT 2014

	En Mill UVR	En Mill Pesos Colombianos
Valor Presente de Flujo de Caja	24.917	\$ 5.333.118
Exceso Capital de Trabajo	8.679	\$ 1.857.670
Valor Presente Activos	33.597	\$ 7.190.788
Activos Prescindibles (Inversiones Permanentes + Intangibles)	10.464	\$ 2.239.658
Patrimonio Economico	44.061	\$ 9.430.446
Deuda Neta	751	\$ 160.739
Valor Empresa	44.812	\$ 9.591.185
Nº Acciones	447.604.316	
Precio Mercado	\$ 29.640	
Precio Estimado	\$ 21.069	

En el cuadro anterior se incorpora la Deuda neta que tiene almacenes Éxito al 31 de Septiembre, así como el exceso de Capital de trabajo y los Activos Prescindibles, algo que sobra a la Empresa a la fecha del Análisis.

El precio encontrado es equivalente a 10,40 USD por acción o un valor de la Empresa de 4.700 millones de USD. Ese valor se encuentra por debajo del valor que le entrega el mercado a la acción, lo que nos lleva a suponer en primera instancia que el valor de la empresa se encuentra sobre valorado en la bolsa de valores de Colombia.

4.6. Análisis de Sensibilización

Para complementar nuestro análisis realizamos una sensibilización del WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad que tendría la empresa, encontrando que incluso en el escenario más optimista la empresa se encuentra sobre valorada. El resumen de la sensibilización se presenta a continuación.

Cuadro N° 69: Sensibilización Valorización

		Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)							
		ko/g	0,30%	0,80%	1,30%	1,80%	2,30%	2,80%	3,30%
WACC	10,7%	21.693	22.169	22.696	23.282	23.938	24.677	25.517	
	11,2%	21.056	21.480	21.947	22.464	23.039	23.683	24.408	
	11,7%	20.476	20.856	21.272	21.730	22.238	22.802	23.433	
	12,2%	19.947	20.288	20.660	21.069	21.518	22.016	22.570	
	12,7%	19.461	19.769	20.104	20.469	20.870	21.311	21.800	
	13,2%	19.014	19.293	19.595	19.924	20.282	20.676	21.109	
	13,7%	18.602	18.855	19.128	19.425	19.747	20.100	20.486	

Como se aprecia en el cuadro anterior al sensibilizar el valor de la acción en función del WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad de la empresa su volatilidad no es alta, y nos entrega bajo un peor escenario un valor cercano a los \$19.000; mientras que en la cota superior no supera los \$26.000; esto da un indicio nuevamente de un sobre precio existente a la fecha de análisis en el valor de mercado de la acción.

4.7. Valoración mediante Múltiplos financieros

Solo a modo de comparación y para contar con una visión distinta a la ya realizada para valorizar la Empresa es que se utilizó la opción de realizar una valoración de almacenes Éxito a través del método de los múltiplos financieros. En este caso, y dado que a nivel colombiano almacenes Éxito representa casi el 50% del mercado, y por otro lado tenemos la olímpica que es una sociedad cerrada, es que optamos por utilizar los múltiplos financieros estimados por el profesor Damodaran para los países emergentes, específicamente para el segmento de la industria Retail, dentro de los cuales se encuentra Colombia. El resumen de los múltiplos, además del valor que se observa en almacenes Éxito al cierre de Septiembre 2014 para los mismos múltiplos se encuentran a continuación:

:

Cuadro N° 70: Múltiplos para la industria

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2013	2014	Promedio	ÉXITO
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	39,79	27,31	33,55	47,26
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12,62	12,65	12,64	18,37
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	16,63	15,53	16,08	34,84
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,05	0,88	0,97	1,66
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,13	1,07	1,10	1,41

El resumen de los indicadores necesarios para la estimación del valor de almacenes éxito se encuentra a continuación:

Cuadro N° 71: Valores para Almacenes Éxito

ITEM CONTABLE	2014 (a Septiembre)
UTILIDAD POR ACCIÓN	627,15
EBITDA (Mill Pesos Colombianos)	614.741
EBIT (Mill Pesos Colombianos)	324.222
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	7.896.662
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	10.334.440
VENTAS POR ACCIÓN	0,018
VENTAS	8.008.517
NUMERO DE ACCIONES	447.604.316

Tras la aplicación mediante el método de los Múltiplos financieros encontramos los siguientes valores para Almacenes Éxito:

Cuadro N° 72: Valor de la Empresa en Base a los múltiplos de la industria

MÚLTIPLOS	Patrimonio Economico	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	9.418.055	21.041
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	10.269.093	22.942
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	7.715.330	17.237
PRICE TO SALES RATIO (PS)	7.728.219	17.266
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	11.311.209	25.271
Promedio Multiplos	9.288.381	20.751

En conclusión el resultado de la aplicación de Múltiplos nos indica que el precio de Mercado al cierre de Septiembre del año 2014 se encuentra sobrevalorado por los inversionistas; por lo que se recomendaría vender la acción a la espera de que el precio se sincere. El resultado obtenido a través del método de los múltiplos financieros es más bajo inclusive que el obtenido a través de la valoración de la Empresa a través del Flujo de Caja descontado.

5. Conclusiones

Tras la Investigación desarrollada finalmente podemos determinar una valoración para Almacenes Éxito, la cual bajo los dos tipos de análisis realizados nos entrega una clara conclusión, la empresa se encuentra sobrevalorada, y la recomendación es vender la acción con un compromiso de recompra a la espera de que se genere una caída en su valor, lo cual por otro lado atenta contra la historia, pues parecería que el precio se ha encontrado establecido cercano a los \$30.000 pesos colombianos; pero tanto a través del método de flujo de caja descontado como el método de los múltiplos pareciera que su precio de mercado se encuentra con un sobre precio.

Con el fin de contrastar este valor es que buscamos estudios similares sobre Almacenes Éxito, en el cual se generen Valoraciones similares, y nos sorprendimos con los resultados, por un lado Bancolombia genera valorizaciones periódicas de Almacenes Éxito y otras Empresas, y al año 2013 estimaron un precio proyectado de \$34.000 por acción; resultado que significaría mantener acciones de la compañía si se poseían, o comprar, dado que el valor de la acción a la fecha de análisis se encontraba en torno a los \$30.000. Sin embargo la evidencia histórica no apoyo la validez de esta proyección, dado que al 3er trimestre del año 2014 la acción ya había reducido su precio en \$1.000. Por otro lado se analizó la construcción de la proyección de Bancolombia y se comparó con nuestra proyección, y encontramos que a nivel de flujos de caja los resultados proyectados eran similares; sin embargo, Bancolombia consideró como Inversión Futura en Activos fijos un valor de cero; sin entregar una explicación clara del porqué de este supuesto, dado que nosotros consideramos el valor histórico de este. Bajo ese argumento creemos que nuestra proyección se acerca más a un escenario realista pero conservador.

Por otro lado encontramos un estudio que databa del año 2010 que incluso proyectaba un precio de mercado bajo los \$17.000; sin embargo este lo desestimamos por considerar que existía una falta de información relevante del mercado Colombiano, el cual ha presentado un significativo crecimiento durante los últimos 5 años, y más importante aún, la cultura de compra del consumidor lo ha llevado a acceder más a las cadenas de almacenes como lo es almacenes Éxito, sin olvidar que aún queda un

espacio importante para seguir creciendo sobre el mismo mercado colombiano; y por otro lado esta Valorización se realizó sin conocer el impacto de la adquisición de Carulla ni de Spice.

Estas comparativas realizadas, solo a modo de validación, en un análisis un poco más en profundidad de los cálculos llevó a la conclusión de que los supuestos considerados para la determinación del Flujo de caja proyectado de almacenes Éxito es el correcto; por consiguiente la posterior valoración de la empresa.

Una situación clave quizás en el menor valor de la Empresa tiene relación con el costo de oportunidad que se está perdiendo al tener una cantidad muy significativa de efectivo sin utilizar, es demasiado el efectivo disponible que posee Almacenes Éxito que podría estar siendo utilizado en algún nuevo proyecto; al mismo tiempo que otra parte importante se tiene invertida en operaciones no propias, solo buscando ganancias. Existe la oportunidad de disponibilizar estos recursos para el crecimiento de la empresa, algo que claramente puede incidir en un mejor valor de la Empresa.

Solo para concluir dejar de manifiesto que el valor encontrado solo corresponde a una opinión tras un análisis que considera toda la información disponible al momento de la investigación, existen supuestos que se definieron en base al criterio más conservador posible que permitiera continuar con el análisis, y explicado esto, solo queda recalcar que tras esta investigación el valor final encontrado para Almacenes Éxito USD 4.736 Millones, con un precio de la acción objetivo de \$21.069 o 10,4 USD.

6. Anexos

Bibliografía y Referencias

- Maquieira, Carlos; Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica, Santiago, Editorial Andres Bello, 2010.
- Grupo Bancolombia; Investigación de Renta Variable Grupo Éxito, Diciembre 2013
- Burkenroad, Reporte Financiero Almacenes Éxito S.A.; Latinoamérica, Colombia, 2010
- Almacenes Éxito, Resultados financieros Consolidados, 3er trimestre 2014. Medellín, Colombia, Octubre 2014.
- Almacenes Éxito, Resultados financieros Consolidados, 3er trimestre 2013. Medellín, Colombia, Octubre 2013.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2013, Medellín, Colombia; Marzo 2014.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2012, Medellín, Colombia; Marzo 2013
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2011, Medellín, Colombia; Marzo 2012
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2010, Medellín, Colombia; Marzo 2011
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2009, Medellín, Colombia; Marzo 2010
- Pagina Web Bolsa de Valores de Colombia. www.bvc.com.co
- Pagina Web Banco de la República de Colombia. www.banrep.gov.co
- Pagina Web Departamento Administrativo Nacional de Estadística de Colombia. www.dane.gov.co
- Pagina Web Grupo Éxito Colombia. www.grupoexito.com.co
- Pagina Web Bancolombia. www.grupobancolombia.com
- Principal referencia de trabajo apuntes de clases de Magister en Finanzas Evening, Universidad de Chile; en particular Valorización de Empresas y Finanzas Corporativas.

Cuadros anexos:

Cuadro Anexos N° 1: Resumen Valor UVR

Periodo	UVR
31/12/2009	186,2734
31/12/2010	190,8298
31/12/2011	198,4467
31/12/2012	204,2017
31/12/2013	207,8381
30/09/2014	214,0321

Cuadro Anexos N° 2: Balance General en UVR

Balance General Consolidado (UVR)	2010	2011	2012	2013	3Q 2014
ACTIVO CORRIENTE					
Disponible	2.706	7.496	7.792	8.528	4.296
Inversiones negociables	1.471	3.961	4.486	4.724	5.667
Deudores, Neto	1.790	1.651	1.762	2.010	2.331
Inventarios, Neto	4.407	5.011	5.417	5.480	6.421
Diferidos, Neto	219	259	221	203	-
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	10.592	18.379	19.677	20.945	18.715
ACTIVO NO CORRIENTE					
Deudores, Neto	271	188	200	299	
Inversiones Permanentes, Neto	329	424	612	661	
Propiedades, Planta, Equipo, Neto	11.265	11.418	11.013	10.966	
Intangibles, Neto	5.266	10.578	10.310	10.115	
Diferidos, Neto	1.212	1.731	1.717	1.652	
Otros Activos	1	1	1	1	
Valorizaciones	5.861	6.707	7.018	7.255	
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	24.206	31.047	30.871	30.948	29.630
TOTAL ACTIVO	34.798	49.426	50.548	51.893	48.346
CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS	24.309	22.742	22.501	29.832	-
PASIVO CORRIENTE					
Obligaciones Financieras	1.872	368	13	492	751
Proveedores	5.711	7.276	8.074	8.585	7.084
Cuentas por pagar	1.435	1.771	1.973	1.949	-
Impuestos, Gravámenes y Tasas	324	587	646	773	-
Obligaciones Laborales	266	426	423	494	-
Pasivos Estimados y Provisiones	223	223	220	284	-
Diferidos, Neto	0	2	2	14	-
Bonos	159	-	366	-	-
Otros Pasivos	96	118	174	288	3.555
TOTAL PASIVO CORRIENTE	10.087	10.769	11.891	12.880	11.390
PASIVO NO CORRIENTE					
Impuestos, Gravámenes y Tasas	0	489	241	-	-
Obligaciones Laborales	3	3	3	2	-
Pasivo Estimado Pensiones de Jubilación	88	89	81	81	-
Pasivos Estimados y Provisiones	0	0	0	0	0
Bonos	1.177	1.132	735	722	-
Diferidos, Neto	79	111	63	43	-
Otros Pasivos	224	313	289	274	-
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	1.572	2.137	1.412	1.122	354
TOTAL PASIVO	11.660	12.906	13.303	14.002	11.744
INTERES MINORITARIO	13	48	67	70	61
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS	23.125	36.472	37.178	37.821	36.541
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS	34.798	49.426	50.548	51.893	48.346
CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS	24.309	22.742	22.501	29.832	-

Cuadro Anexos N° 3: Estado de Resultados en UVR

Estado de Resultados (UVR)	2010	2011	2012	2013	3Q 2014
INGRESOS OPERACIONALES					
Ventas	37.489	42.282	47.529	48.737	-
Otros Ingresos operacionales	1.866	2.287	2.567	2.731	-
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	39.355	44.570	50.096	51.468	37.417
COSTO DE VENTAS					
	- 29.587	- 33.312	- 37.022	- 37.793	- 27.679
UTILIDAD BRUTA	9.768	11.258	13.074	13.675	9.738
GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS					
Salarios y prestaciones Sociales	- 2.874	- 3.371	- 4.303	- 4.468	-
Otros Gastos Operacionales de administracion y ventas	- 3.696	- 4.142	- 4.566	- 4.723	-
Depreciaciones y Amortizaciones	- 1.530	- 1.611	- 1.785	- 1.864	- 1.357
TOTAL DE GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS	- 8.099	- 9.124	- 10.654	- 11.055	- 8.223
UTILIDAD OPERACIONAL	1.669	2.133	2.420	2.620	1.515
EBITDA	3.199	3.744	4.205	4.484	2.872
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES					
Ingresos Financieros	436	829	1.109	776	621
Dividendos y participaciones	2	5	3	0	-
Gastos Financieros	- 655	- 795	- 685	- 394	- 297
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	50	38	99	358	164
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	- 166	1	327	25	161
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO E INTERES MINORITARIO	1.503	2.134	2.747	2.645	1.676
PARTICIPACION INTERES MINORITARIO	- 0	- 3	- 10	- 9	- 2
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	1.503	2.131	2.737	2.636	1.674
IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS					
Corriente	- 256	- 165	- 325	- 229	-
Diferido	89	3	84	137	-
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA Y COMPLEMENTARIOS	- 167	- 169	- 409	- 367	- 362
IMPUESTO DE RENTA PARA LA EQUIDAD CREE					
Corriente	-	-	-	181	-
Diferido	-	-	-	22	-
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA PARA LA EQUIDAD CREE	-	-	-	160	-
TOTAL DE IMPUESTO A LA RENTA	- 167	- 169	- 409	- 526	- 362
UTILIDAD NETA	1.335	1.963	2.328	2.109	1.312
UTILIDAD NETA POR ACCION	4,01	4,38	5,20	4,71	-

Cuadro Anexos N° 4: Tasas de Crecimiento Industria



DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA

Cuadro 20

VALOR AGREGADO SECTOR COMERCIO, REPARACION, RESTAURANTES Y HOTELES

A precios Constantes - Series Desestacionalizadas - IV Trimestre de 2014

Cifras Revisadas a marzo 17 de 2015

Variaciones porcentuales anuales

Periodo	Comercio, reparación, restaurantes y hoteles		Comercio	Mantenimiento y reparación de vehículos automotores; reparación de efectos personales y enseres domésticos	Hoteles restaurantes, bares y similares	Subtotal Valor Agregado	PRODUCTO INTERNO BRUTO
2001	I	3,3	3,4	2,7	3,0	1,0	1,2
	II	2,8	3,3	2,5	1,5	1,2	1,4
	III	2,2	3,2	1,0	(0,2)	1,7	1,7
	IV	3,4	4,8	(1,2)	0,8	2,4	2,4
	Anual	2,9	3,7	1,2	1,2	1,6	1,7
2002	I	0,5	1,0	(1,2)	(0,5)	1,1	0,8
	II	1,1	2,0	(0,5)	(1,0)	4,2	4,0
	III	2,8	3,1	0,7	2,9	2,8	2,8
	IV	1,6	1,2	2,3	2,9	2,5	2,5
	Anual	1,5	1,8	0,3	1,1	2,6	2,5
2003	I	3,3	3,7	2,2	2,6	4,0	4,2
	II	2,9	1,4	1,5	8,7	2,4	2,4
	III	3,2	2,2	3,1	6,7	3,9	4,0
	IV	5,5	4,8	2,5	9,3	4,9	5,1
	Anual	3,7	3,0	2,3	6,8	3,8	3,9
2004	I	8,2	6,7	5,6	14,1	6,2	6,2
	II	6,6	6,6	4,4	7,8	4,4	4,4
	III	6,4	6,6	3,2	7,8	4,5	4,4
	IV	7,2	7,3	4,1	7,9	6,4	6,4
	Anual	7,1	6,8	4,3	9,3	5,4	5,3
2005	I	3,9	4,2	1,2	4,5	4,3	4,2
	II	6,6	7,8	4,4	3,7	5,9	6,0
	III	5,5	6,2	3,4	4,1	5,2	5,4
	IV	4,2	4,0	3,1	4,9	3,4	3,3
	Anual	5,0	5,5	3,0	4,3	4,7	4,7



DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA

Cuadro 20

VALOR AGREGADO SECTOR COMERCIO, REPARACION, RESTAURANTES Y HOTELES

A precios Constantes - Series Desestacionalizadas - IV Trimestre de 2014

Cifras Revisadas a marzo 17 de 2015

Variaciones porcentuales anuales

Periodo		Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	Comercio	Mantenimiento y reparación de vehículos automotores; reparación de efectos personales y enseres domésticos	Hoteles restaurantes, bares y similares	Subtotal Valor Agregado	PRODUCTO INTERNO BRUTO
2006	I	5,8	6,2	4,8	5,2	5,1	5,4
	II	7,1	6,9	4,0	8,9	5,5	5,8
	III	9,9	10,2	6,7	10,6	7,2	7,6
	IV	8,7	9,5	6,7	6,7	7,3	7,9
	Anual	7,9	8,2	5,5	7,8	6,3	6,7
2007	I	9,9	11,2	6,4	7,7	7,3	8,0
	II	7,6	7,5	5,6	8,6	5,8	6,3
	III	7,0	7,0	3,8	8,3	5,7	6,2
	IV	8,7	9,6	4,1	7,6	6,9	7,2
	Anual	8,3	8,8	4,9	8,1	6,4	6,9
2008	I	6,7	6,5	0,9	9,6	4,9	5,0
	II	4,9	5,5	2,1	4,2	5,3	5,3
	III	2,0	1,9	2,4	1,8	3,7	3,7
	IV	(0,8)	(1,8)	2,6	0,9	0,2	0,4
	Anual	3,1	3,0	2,0	4,1	3,5	3,5
2009	I	(1,6)	(3,2)	4,2	0,6	1,4	1,1
	II	(0,4)	(2,9)	2,6	5,3	1,6	1,2
	III	(0,3)	(1,6)	2,4	2,2	1,6	1,3
	IV	1,2	1,1	1,8	1,3	3,3	2,9
	Anual	(0,3)	(1,7)	2,7	2,3	2,0	1,7
2010	I	3,2	3,1	3,8	3,3	3,5	3,6
	II	3,6	4,3	4,8	1,1	3,3	3,5
	III	6,1	5,9	4,7	7,6	3,2	3,5
	IV	7,8	8,1	4,6	8,4	4,9	5,3
	Anual	5,2	5,4	4,5	5,0	3,7	4,0



DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA

Cuadro 20

VALOR AGREGADO SECTOR COMERCIO, REPARACION, RESTAURANTES Y HOTELES

A precios Constantes - Series Desestacionalizadas - IV Trimestre de 2014

Cifras Revisadas a marzo 17 de 2015

Variaciones porcentuales anuales

Periodo		Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	Comercio	Mantenimiento y reparación de vehículos automotores; reparación de efectos personales y enseres domésticos	Hoteles restaurantes, bares y similares	Subtotal Valor Agregado	PRODUCTO INTERNO BRUTO
2011	I	6,5	8,7	2,6	2,5	5,3	5,7
	II	7,4	9,8	2,8	3,6	5,8	6,4
	III	7,1	9,1	3,0	3,8	7,6	7,9
	IV	5,9	6,4	3,7	6,3	6,0	6,3
	Anual	6,7	8,5	3,0	4,0	6,2	6,6
2012	I	5,3	5,8	6,0	4,2	5,6	5,9
	II	4,4	4,4	4,2	4,4	5,0	5,0
	III	3,1	3,0	3,7	2,8	2,4	2,5
	IV	2,9	2,4	3,6	3,8	2,7	2,9
	Anual	3,9	3,9	4,4	3,8	3,9	4,0
2013 ^P	I	3,2	2,9	1,0	4,6	2,7	2,8
	II	4,5	3,7	5,3	5,8	4,7	4,7
	III	4,8	4,0	5,4	6,3	6,2	6,1
	IV	5,6	5,3	7,0	5,8	6,4	6,1
	Anual	4,5	4,0	4,7	5,6	5,0	4,9
2014 ^{Pr}	I	5,5	5,3	8,2	5,3	6,3	6,4
	II	4,1	4,6	5,5	2,4	4,0	4,3
	III	4,2	5,1	6,7	1,3	4,1	4,2
	IV	4,5	5,2	4,0	3,4	3,2	3,5
	Anual	4,6	5,1	6,1	3,1	4,4	4,6

Fuente: DANE

Cuadro Anexos N° 5: Activos - Disponible

Disponible	2010	2011	2012	2013
Bancos y Corporaciones	451.269	1.030.453	1.285.974	1.481.532
Caja	65.056	457.087	305.136	290.879
TOTAL DISPONIBLE	516.325	1.487.540	1.591.110	1.772.411

Cuadro Anexos N° 6: Activos – Inversiones Negociables

Inversiones Negociables	2010	2011	2012	2013
Certificados de depósitos a termino	250.609	674.201	519.085	829.216
Inversión en Bonos		27.559	254.052	11.310
Inversión en Moneda Extranjera	6.177	43.736	109.544	97.990
Derechos Fiduciarios	17.143	28.241	32.055	41.372
Inversiones en Moneda Nacional		12.405	1.252	
Títulos de Devolución Impuestos Nacionales			76	491
Inversión en Repos	6.804		3	
Bonos de Solidaridad para la paz				1.375
TOTAL INVERSIONES NEGOCIABLES	280.733	786.142	916.067	981.754

Cuadro Anexos N° 7: Activos – Deudores

Deudores, Neto	2010	2011	2012	2013
Clientes	65.124	92.370	152.565	156.446
Anticipo impuestos por cobrar	61.726	118.545	107.710	152.492
Provisión Clientes	-3.161	-5.235		
Geant International	138.578	35.163		
Otros Deudores	39.443	40.278	38.207	46.798
Concesionarios	14.148	16.476	12.722	14.356
Compañía de Financiamiento Tuya S.A.	36.918	6.338	8.455	13.184
Fondo de Empleados	15.672	18.255	14.581	13.076
Anticipo contratistas proveedores y gastos de viaje	1.233	5.943	9.440	12.600
Bonos Promocionales	15.473	19.070	17.677	10.308
Intereses	629	3.614	849	1.913
Casa Matriz	72	72		
Dividendos				1.907
Provisión Venta de activos - Bienes inmuebles	24.972	11.974	3.377	277
Provisión Cuentas por cobrar	-69.286	-35.163	-5.803	-5.550
TOTAL DEUDORES CORRIENTE	341.541	327.700	359.780	417.807
Fondo de Empleados	25.230	21.237	20.660	21.080
Anticipos compras activos fijos y contratistas	17.602	7.650	11.219	20.101
Anticipos otros bienes intangibles				18.445
Otros deudores varios	1.041	2.240	3.216	2.435
Por Venta de activos - Bienes inmuebles	7.872	6.274	5.680	
TOTAL DEUDORES NO CORRIENTES	51.745	37.401	40.775	62.061
TOTAL DEUDORES NETOS	393.286	365.101	400.555	479.868

Cuadro Anexos N° 8: Activos – Inventarios

Inventarios:	2010	2011	2012	2013
Mercancías para la Venta	802.819	965.641	1.059.002	1.131.630
Materiales, repuestos, accesorios y empaques	24.107	24.189	22.275	17.111
Inventarios en tránsito	21.185	27.031	51.170	17.250
Materias Primas	8.989	8.441	5.896	6.655
Productos en proceso	10.822	13.479	8.145	5.747
Producto terminado	6.584	6.025	4.154	2.528
Provisión para protección de inventarios	-33.597	-50.305	-44.504	-41.996
TOTAL INVENTARIOS NETOS	840.909	994.501	1.106.138	1.138.925

Cuadro Anexos N° 9: Activos – Propiedades, Plantas y Equipos

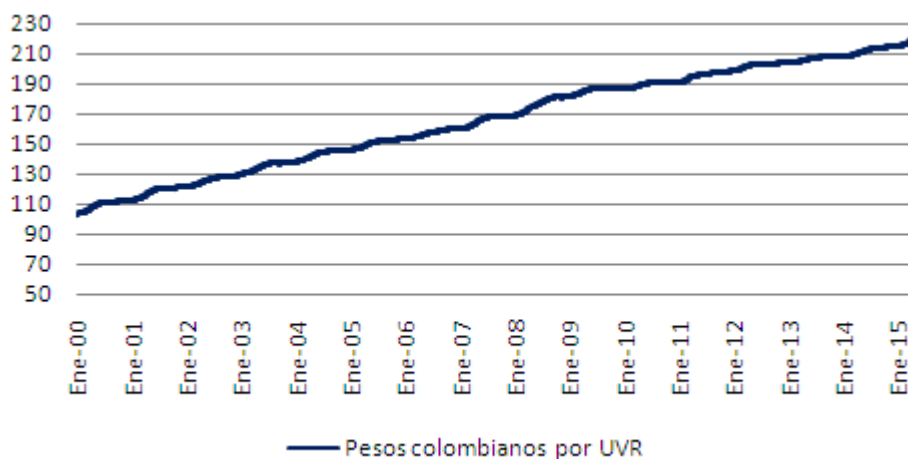
Propiedades, Plantas y equipos	2010			2011		
	Costo	Dep Acum	Costo Neto	Costo	Dep Acum	Costo Neto
Construcciones y Edificaciones	1.602.641	-516.829	1.085.812	1.800.679	-648.986	1.151.693
Terrenos	487.811		487.811	498.915		498.915
Maquinarias y Equipos	756.588	-475.004	281.584	832.347	-573.369	258.978
Equipo de Oficina	497.181	-344.985	152.196	630.045	-439.035	191.010
Construcciones en curso	94.106		94.106	123.597		123.597
Maquinaria y Equipo de montaje			0			0
Equipo de computación y comunicación	256.245	-200.696	55.549	250.059	-192.601	57.458
Equipo de Transporte	37.540	-28.710	8.830	39.662	-32.760	6.902
Armamento de vigilancia	58	-38	20	58	-44	14
SUBTOTAL	3.732.170	-1.566.262	2.165.908	4.175.362	-1.886.795	2.288.567
Provisión propiedades plantas y equipos		-16.128	-16.128		-22.782	-22.782
TOTAL PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO NETO	3.732.170	-1.582.390	2.149.780	4.175.362	-1.909.577	2.265.785

Propiedades, Plantas y equipos	2012			2013		
	Costo	Dep Acum	Costo Neto	Costo	Dep Acum	Costo Neto
Construcciones y Edificaciones	1.842.021	-726.806	1.115.215	1.862.146	-779.909	1.082.237
Terrenos	503.530		503.530	511.592		511.592
Maquinarias y Equipos	936.494	-634.773	301.721	1.016.128	-690.604	325.524
Equipo de Oficina	685.189	-476.735	208.454	748.033	-514.501	233.532
Construcciones en curso	41.637		41.637	60.591		60.591
Maquinaria y Equipo de montaje	40.149		40.149	22.940		22.940
Equipo de computación y comunicación	259.536	-204.817	54.719	274.984	-217.365	57.619
Equipo de Transporte	40.240	-34.878	5.362	40.712	-36.511	4.201
Armamento de vigilancia	58	-50	8	58	-54	4
SUBTOTAL	4.348.854	-2.078.059	2.270.795	4.537.184	-2.238.944	2.298.240
Provisión propiedades plantas y equipos		-21.886	-21.886		-19.181	-19.181
TOTAL PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPO NETO	4.348.854	-2.099.945	2.248.909	4.537.184	-2.258.125	2.279.059

Cuadro Anexos N° 10: Tipos de Cambio

Periodo	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	30-Sep-14
CLP - COP	4,1026	3,7304	3,6859	3,6706	3,3777
COP - CLP	0,2437	0,2681	0,2713	0,2724	0,2961
USD - COP	1.920,00	1.938,50	1.767,00	1.930,00	2.024,95
COP - USD	0,00052	0,00052	0,00057	0,00052	0,00049

Cuadro Anexos N° 11: Grafico Pesos Colombianos por UVR



Cuadro Anexos N° 12: Encuesta Proyecciones 2014 Banco de la República

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de Cambio Nominal fin de	DTF Nominal (porcentaje)	Déficit Fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas Locales						
Alianza Valores	5,00	3,40	2.100	4,80	n.d.	n.d.
Anif ^{/1}	4,60	3,30	n.d.	4,60	2,40	9,1
Banco de Bogotá	4,83	3,43	1.975	4,59	2,30	9,1
Bancolombia ^{/1}	4,70	3,30	2.025	4,60	2,40	8,5
BBVA Colombia ^{/1}	4,90	3,45	2.050	4,30	2,41	9,2
BGT Pactual	4,80	3,50	2.010	n.d.	2,30	9,0
Corficolombiana	5,00	3,20	1.875	4,75	2,40	n.d.
Corpbanca ^{/2}	4,82	3,42	2.020	4,75	2,30	8,4
Corredores Asociados	4,80	3,63	2.000	4,45	2,40	n.d.
Correval	5,00	3,40	2.000	4,60	1,40	9,1
Davivienda	4,80	3,63	2.030	4,50	2,30	8,5
Fedesarrollo ^{/1}	4,70	3,30	2.061	4,87	2,40	8,9
Ultrabursátiles	4,80	3,31	2.093	4,50	n.d.	9,0
Promedio	4,83	3,41	2.019,9	4,61	2,27	8,9
Analistas Externos						
Citi	4,80	3,20	2.050	4,50	2,30	9,5
Deutsche Bank	5,00	3,20	1.970	n.d.	2,40	n.d.
Goldman Sachs	5,00	3,50	2.000	n.d.	2,30	n.d.
JP Morgan	5,00	3,30	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Promedio	4,95	3,30	2.006,7	4,50	2,33	9,5
<small>/1. La proyección de déficit corresponde al del GNC.</small>						
<small>/2. Antiguo Banco Santander.</small>						
<small>n.d.: no disponible</small>						
<small>Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica)</small>						

Cuadro Anexos N° 13: Encuesta Proyecciones 2015 Banco de la República

	Crecimiento del PIB real	Inflación IPC	Tasa de Cambio Nominal
	(porcentaje)		fin de
Analistas Locales			
Alianza Valores	4,60	3,20	2.300
Anif	4,30	3,20	n.d.
Banco de Bogotá	4,62	3,00	2.025
Bancolombia	4,50	3,40	2.150
BBVA Colombia	4,76	3,30	2.080
BGT Pactual	4,50	3,30	2.100
Corficolombiana	4,70	3,00	1.975
Corpbanca ^{/1}	4,92	3,23	2.100
Corredores Asociados	4,70	3,42	2.075
Correval	4,70	3,20	2.050
Davivienda	4,50	3,41	2.125
Fedesarrollo	4,50	3,40	2.085
Ultrabursátiles	4,60	2,96	2.160
Promedio	4,61	3,23	2.102,1
Analistas Externos			
Citi	4,50	3,00	2.075
Deutsche Bank	4,80	3,20	n.d.
Goldman Sachs	4,20	3,00	2.116
JP Morgan	4,50	3,00	n.d.
Promedio	4,50	3,05	2095,5
/1. Antiguo Banco Santander			
n.d.: no disponible			
Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica)			

Cuadro Anexos N° 13: Acciones Índice Bursátil COLCAP

NEMOTÉCNICO	DESCRIPCIÓN	PARTICIPACIÓN
ECOPETROL	ECOPETROL S.A.	17,617%
PFGRUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	11,740%
PFBCOLOM	BANCOLOMBIA S.A.	10,709%
GRUPOARGOS	GRUPO ARGOS S.A.	10,034%
NUTRESA	GRUPO NUTRESA S.A.	7,125%
CEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	6,590%
EXITO	ALMACENES EXITO S.A.	5,522%
PREC	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	4,147%
ISA	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	3,832%
CORFICOLCF	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	3,578%
ISAGEN	ISAGEN S.A. E.S.P.	3,150%
BOGOTA	BANCO DE BOGOTA S.A.	3,142%
PFDVVVDA	BANCO DAVIVIENDA S.A.	2,448%
EEB	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	2,356%
CELSIA	CELSIA S.A E.S.P	2,324%
PFAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	2,215%
CLH	CEMEX LATAM HOLDING	2,187%
CNEC	CANACOL ENERGY LTD	0,711%
PFAVH	AVIANCA HOLDINGS S.A	0,572%

Cuadro Anexos N° 13: Acciones Índice Bursátil COLIR

NEMOTÉCNICO	DESCRIPCIÓN	PONDERADOR	PRECIO HOY	PARTICIPACIÓN
GRUPOSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0,0027411399	31.000.000	9,661%
ECOPETROL	ECOPETROL S.A.	0,0224785412	3.390.000	8,663%
NUTRESA	GRUPO NUTRESA S.A	0,0029325088	25.000.000	8,335%
GRUPOARGOS	GRUPO ARGOS S.A.	0,0038988555	18.680.000	8,280%
EXITO	ALMACENES EXITO S.A.	0,0021046792	27.000.000	6,460%
BCOLOMBIA	BANCOLOMBIA S.A.	0,0025291050	21.820.000	6,274%
PFBCOLOM	BANCOLOMBIA S.A.	0,0023038628	22.800.000	5,972%
CEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0,0053370891	8.780.000	5,327%
PREC	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	0,0013774923	30.980.000	4,852%
ISA	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	0,0047620694	8.280.000	4,483%
PFGRUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0,0010331825	31.600.000	3,712%
ISAGEN	ISAGEN S.A. E.S.P.	0,0100032029	3.240.000	3,685%
BOGOTA	BANCO DE BOGOTA S.A.	0,0004700083	68.780.000	3,675%
PFGRUPOARG	GRUPO ARGOS S.A.	0,0016286162	18.300.000	3,388%
PFDVVVDA	BANCO DAVIVIENDA S.A	0,0011472795	21.960.000	2,864%
CELSIA	CELSIA S.A E.S.P	0,0047722868	5.010.000	2,718%
PFAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	0,0194849317	1.170.000	2,592%
CLH	CEMEX LATAM HOLDING	0,0015778762	14.260.000	2,558%
PFCMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0,0023864232	8.940.000	2,425%
GRUPOAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	0,0078315462	1.195.000	1,064%
CNEC	CANACOL ENERGY LTD	0,0006140540	11.920.000	0,832%
ODINSA	ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	0,0008620818	8.100.000	0,794%
CONCRET	CONSTRUCTORA CONCRETO S.A	0,0031798302	1.400.000	0,506%
BVC	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	0,1488982110	22.500	0,381%
ETB	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. E.S.P.	0,0052059562	437.000	0,259%
ELCONDOR	CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A	0,0016156048	1.315.000	0,242%