



**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: Orlando Cancino Alarcón

Profesor: Mauricio Jara Bertin

Santiago, Enero 2016

1. Dedicatoria

Dedico esta tesis a mi compañera de vida, Natalia Salvo, su apoyo incondicional y quien me ha hecho el mayor regalo que podría recibir, mi hija Amparo, la que llegó complementar mi vida, la de nuestra familia y la que me ha dado un nuevo aire en mi vida.

Agradezco el apoyo y paciencia de mi familia, amigos y todos quienes se me involucraron en este proceso.

No puedo dejar de mencionar a grandes compañeros y amigos con los cuales compartí esta experiencia, Pedro Gálvez y Claudio Reyes quienes fueron un apoyo fundamental en mis estudios.

2. INDICE

1. Dedicatoria	2
2. Índice	3
3. Resumen Ejecutivo	5
4. Metodología de Valoración	6
4.1. Método de Flujos de Caja Descontados	7
4.2. Método de múltiplos	9
5. Antecedentes de la Empresa e Industria	11
5.1. Antecedentes de la Empresa	16
5.2. Antecedentes de la Industria	20
6. Descripción Financiamiento de Almacenes Éxito S.A.	25
7. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	27
7.1. Deuda Financiera de la Empresa	27
7.2. Patrimonio Económico de la Empresa	27
7.3. Estructura de Capital Objetivo	28
8. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa	29
8.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	29
9. Estimación del Costo de Capital de la Empresa	31
9.1. Costo de la deuda	31
9.2. Beta de la deuda	31
9.3. Beta de la Acción	33
9.4. Beta Patrimonial sin deuda	33
9.5. Beta Patrimonial con deuda	34
9.6. Costo Patrimonial	34
9.7. Costo de Capital	34
10. Análisis Operacional del Negocio e Industria	35
10.1. Análisis Operacional del negocio	35
10.2. Análisis Crecimiento	37
10.3. Análisis Crecimiento de la industria	37
10.4. Perspectiva de Crecimiento de la industria para los años 2015 a 2019	38
11. Análisis de Costos de Operación	40
12. Análisis de Cuentas no operacionales	42
13. Análisis de Activos	43
13.1. Análisis Activos Financieros	44
13.2. Propiedades de Inversión	45

14. Proyección de Flujos de Caja Libre	46
14.1. Proyección de EE.RR.....	46
14.2. Ingresos Operacionales.....	47
14.3. Costo de Ventas	47
14.4. Gastos de Administración y Ventas	48
14.5. Cuentas no Operacionales.....	48
14.6. Estimación Inversión en Reposición.....	49
14.7. Estimación nuevas inversiones en activos fijos.....	50
14.8. Capital de trabajo (CTON).....	51
14.9. Proyección Capital de Trabajo Operacional Neto	52
14.10. Estimación Déficit o Exceso de Capital de Trabajo	52
15. Activos Prescindibles al 30 de junio de 2015	53
16. Deuda Financiera de la empresa al 30 de junio de 2015.....	54
17. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	55
17.1. Valor Empresa y Precio de la Acción	56
18. Conclusiones	57
19. Bibliografía y referencias	58

3. Resumen Ejecutivo

Por medio del presente informe se determinará la Valoración de la Empresa Almacenes Éxito S.A –Colombia.

Actualmente Almacenes Éxito S.A, se presenta como la empresa del rubro de almacenes y Retail más grande en Colombia, con un crecimiento dinámico y marcado por un aumento en las ventas de los últimos años. Este crecimiento ha generado un incremento en el precio de la acción a niveles históricamente altos debido a la demanda que ha tenido su acción en el Mercado de Valores de Colombia (BVC), es por ello que surgen preguntas como ¿el precio de la acción se encuentra sobre valorado o es una tendencia clara al alza en su precio? O simplemente se trata de especulación de los inversionistas

Con el fin de resolver las preguntas planteadas anteriormente, se procederá a realizar la valoración de Almacenes Éxito S.A mediante el método de Flujos Descontados al 30 de Junio de 2015. Para tales efectos, se utilizaron principalmente los datos de los Estados Financieros presentados por la empresa para los periodos 2011 a Junio 2015.

Para determinar el Valor de Almacenes Éxito, se procedió a analizar de forma estructural la empresa. Primero se analiza la Empresa, su negocio principal, tamaño, financiamiento, estructura de capital y Estructura objetivo. En segundo lugar se determina el costo de capital (WACC) con el cual descontarán los flujos proyectados. La tercera parte corresponde a la proyección de los estados financieros bajo distintos supuestos y análisis para llegar a las utilidades netas estimadas para los periodos julio 2015 a 2020, siendo este último un valor a perpetuidad¹, con ello se presenta la cuarta etapa que consiste en calcular, en base a la tercera parte, el Flujo de caja libre y obtener el valor económico del Patrimonio de Almacenes Éxito y el precio de la acción.

4. Metodología de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos . Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.

Para la valoración de Almacenes Éxito, nos centraremos en el método de flujo descontado de caja, sin embargo, se explicará adicionalmente el Método de Múltiplos.

El método flujos de caja descontados es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

4.1. 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.

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 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.

4.2. 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 ellos:

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 cuáles están subvalorados y cuáles sobre valorados. La relación PU está asociada 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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m2 construido en retail)

5. Antecedentes de la Empresa e Industria

Almacenes Éxito S.A se presenta como la empresa líder en el mercado formal de supermercados e hipermercados de Colombia. Cuenta también con operación en Uruguay y planes de expansión en países como Brasil, Argentina entre otros.

El negocio principal del Grupo es la venta al detalle, que representa casi la totalidad de sus ingresos, donde las principales ventas provienen de la venta de productos como electrodomésticos, productos de consumo, textiles y mercancía en general. La estrategia se consolida con la transformación en una corporación multi-industria, multi-formato, multi-marca y multi-negocio con el objetivo de brindar más servicios a sus clientes.

A junio de 2015 Almacenes Éxito se posiciona como líder en este país, al contar una participación de mercado de 44%. En total, Almacenes Éxito opera 600 almacenes con un total de 896.996 metros cuadrados, incluidos los almacenes en Uruguay los cuales luego de la adquisición del grupo Spice Invesment S.A. con sus marcas, Devoto, Disco y Geant, ha incorporado 56 almacenes a junio 2015

Cuadro N° 1: Almacenes y área de Venta por Marca

Marca	Almacén	Área de Venta (m2)
Éxito	245	602.235
Carulla	93	77.372
Surtimax	149	79.000
Super Inter	57	57.965
Total Colombia	544	816.572
Devoto	26	33.575
Disco	28	30.828
Geant	2	16.021
Total Uruguay	56	80.424
Total	600	896.996

Dentro de los actores principales en la industrial de Almacenes se encuentran Olímpica y Cencosud.

Olímpica es una Cadena de Retail fundada en 1953 con capital 100% colombiano y sus acciones no cotizan en la bolsa de Colombia. Sus establecimientos incluyen Supertiendas, Superalmacenes, Superdroguerías y Droguerías.

Cencosud es uno de los más grandes y prestigiosos conglomerados de Retail en América Latina. Cuenta con operaciones activas en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia, donde desarrollan una estrategia multi-formato.

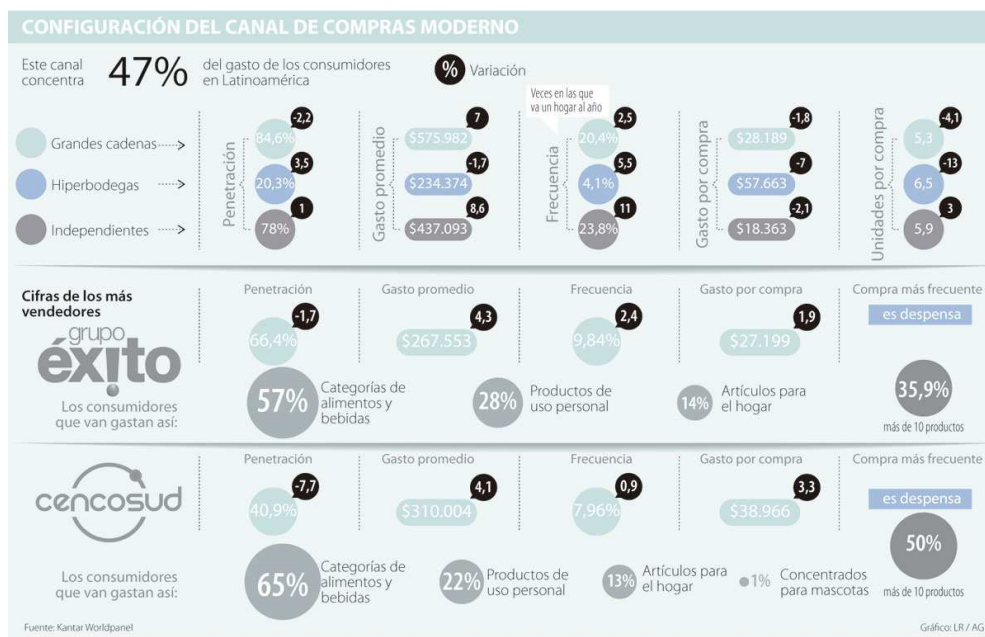
Tanto éxito, como Olímpica y Cencosud, mediante su estrategia de Multi formato llegan a distintos público objetivo a través de sus distintas marcas.

Cuadro N° 2: Marcas por Grupo y Distribución de Ventas.



Dentro de la Industria, Cencosud se puede definir como la mayor competencia y empresa comparable del grupo Éxito, esto debido al nivel de Liquidez que tienen ambas compañías y nivel de Penetración en el mercado.

Cuadro N° 3: Nivel de Penetración de los Principales Vendedores en Colombia



Por otro lado el mercado minorista (Retail) en Colombia representa aproximadamente un 12% del PIB y un 40% de las ventas de todo el comercio, cifras que vienen en alza desde el año 2008 junto con el mayor poder adquisitivo y apertura económica del país. La industria ha aprovechado la capacidad instalada y ha logrado integrar todas sus áreas de negocios en un mismo lugar, es por ello que los resultados se muestran consolidados.

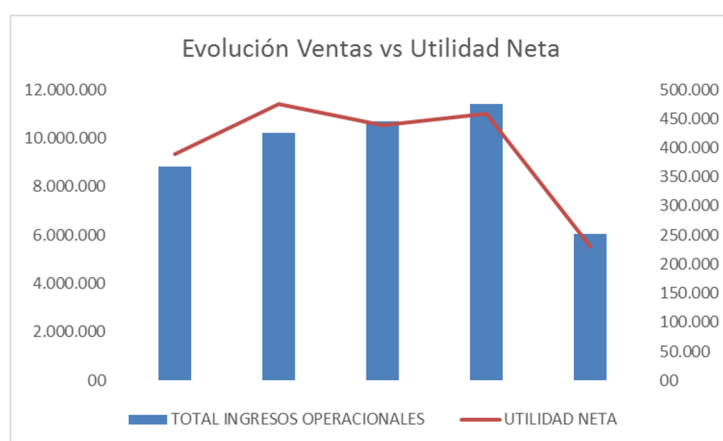
Cuadro N° 4: Indicador Financiero Sector Almacenes de Cadena

Indicador	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilidad								
Margen Ebitda	4,30%	3,30%	3,90%	3,90%	3,90%	3,80%	3,50%	5,10%
Margen Neto	2,30%	2,30%	2,50%	2,70%	2,40%	2,10%	0,40%	1,10%
Liquidez								
Rotación Cartera Clientes	10	9	10	10	9	8	9	9
Ciclo Operacional	(5)	(2)	(6)	(9)	(12)	(7)	(5)	(4)
Endeudamiento								
Endeudamiento con Valorizaciones	47,30%	43,60%	39,20%	39,30%	34,90%	35,40%	33,10%	38,30%
Endeudamiento sin Valorizaciones	53,90%	49,70%	45,00%	45,90%	40,20%	41,60%	38,90%	45,10%

En cuanto a las ventas de Almacenes Éxito, estas han venido con un crecimiento constante, el cual se espera que siga de la misma forma.

Al analizar la utilidad operacional y neta, podemos inferir que estas siguen un porcentaje de las ventas muy marcado, tal como lo demuestra el siguiente gráfico.

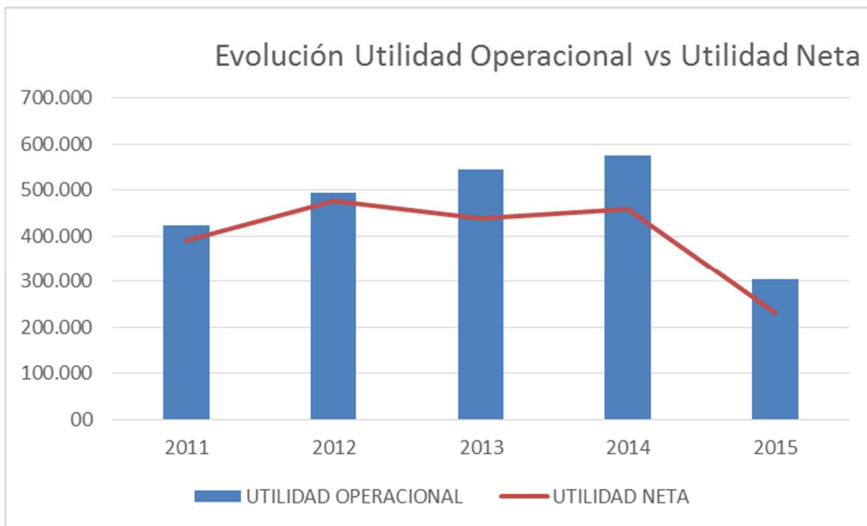
Gráfico N° 1: Evolución de Ventas y Utilidad Neta (En millones de pesos colombianos)



La Evolución de las ventas se comporta como un promedio de crecimiento de un 5,9% anual, lo cual se espera que continúe. Conforme con ello, la utilidad se mantiene constante en el tiempo con variaciones de acuerdo a las condiciones del mercado en esos momentos, pero en general se comporta de forma homogénea.

Para confirmar lo anterior, la hacer la comparación entre la utilidad operacional y utilidad neta, el cual muestra una utilidad operacional creciente, consistente con el aumento en las ventas, sin embargo, la utilidad neta tiene sus mayores variaciones debido a las contingencias financieras de cada periodo y cambios en la reforma tributaria de Colombia.

Gráfico N° 2: Evolución Utilidad Operacional vs Utilidad Neta



5.1. Antecedentes de la Empresa

Cuadro N° 5: Antecedentes de la Empresa

Ficha

	Observaciones
Razón Social	ALMACENES EXITO S.A.
Rut (NIT)	890900608-9
Nemotécnico	Éxito
Industria	Comercial
Regulación	<ul style="list-style-type: none"> - Ministerio de Comercio, Industria y Turismo - Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales. - Superintendencia de Sociedades: Organismo técnico, adscrito al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, con personería jurídica, autonomía administrativa y patrimonio propio, mediante el cual el Presidente de la República ejerce la inspección, vigilancia y control de las sociedades mercantiles, así como las facultades que le señala la Ley en relación con otras personas jurídicas o naturales. - Superintendencia de Industria y Comercio: puede sancionar previa investigación a las Cámaras de Comercio, por el incumplimiento de la Ley, sus estatutos o las instrucciones impartidas por parte de esta Entidad. - Superintendencia Financiera de Colombia

Actualmente la Acción “Éxito” se cotiza con una presencia bursátil del 100% y es una acción altamente líquida, representando los principales índices accionarios de Colombia Entre ellos el Colcap.

COLCAP

- La canasta de este índice está compuesta por las 20 acciones con mejor función de selección del COLEQTY, ponderadas por la capitalización bursátil ajustada de cada una.
- Tiene un ETF relacionado (ICOLCAP).
- Debido a sus características de replicabilidad se ha convertido en el principal índice de referencia del mercado de renta variable colombiano. (Ver Anexo N° 1)

Almacenes Éxito S.A. la componen las siguientes filiales:

- **Didetexco:** Negocio textil dedicado al Desarrollo de marcas propias en vestuario
- **Almacenes Éxito Inversiones S.A.S.:** A través de la tarjeta éxito es una alternativa de crédito por medio de la alianza con su financiamiento impulsando el consumo en sus almacenes de cadena.
- **Logística, Transportes y Servicios Asociados S.A.S.:** Encargado del abastecimiento de los almacenes y de los diferentes canales de venta del Grupo Empresarial. A través de esta compañía se lleva a cabo la administración de las actividades logísticas y de transporte del Grupo Éxito.
- **Spice Investments Mercosur**
Es propietaria del 100% de la sociedad Lanin S.A y del 62.5% del capital y de más del 75% de los derechos de voto de la sociedad Grupo Disco Uruguay S.A, que posee las cadenas que operan bajo las marcas Disco, Devoto y Geánt.
- **Gemex:** Compañía de venta por catálogo con dos marcas: Todo hogar y Colormix.
- **Éxito Viajes y Turismo S.A.S.:** Alianza con Avianca para ofrecer paquetes turísticos.

- **Carulla Vivero Holding INC.** : Encargado del negocio Inmobiliario en el cual se encargan de la Construcción de almacenes y centros comerciales para su posterior explotación a través de arrendamiento

Vinculadas

- **Cdiscount y CLatam**

El Grupo Éxito participa en el negocio de Comercio Electrónico a través de las compañías vinculadas Cdiscount S.A. y CLatam S.A. con la marca Cdiscount que tienen operación en Colombia, Panamá y Ecuador.

Cada filial considera una o más unidades de negocio que se unifican en un mismo recinto, que es un Almacén o Hipermercado, que contiene desde la venta de un producto hasta un crédito por la compra del mismo. Lo anterior se puede resumir en el siguiente resumen de la compañía.

Cuadro N° 6: Resumen Principales marcas y negocio de Almacenes Éxito.



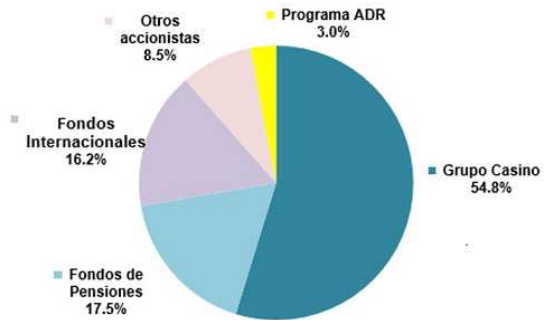
Entre los principales accionistas de Almacenes Éxito S.A. se encuentra el grupo Francés Casino S.A con un 54,8% del total del patrimonio. Por otro lado el 45,2% de distribuye de la siguiente forma.

Cuadro N°7: Principales Accionistas.

Nombre del Accionista	Acciones ordinarias	% Part.
Geant International B.V.	185.315.711	41,40%
Geant Fonciere B.V.	47.725.428	10,66%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	35.270.952	7,88%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	24.378.285	5,45%
Oppenheimer Developing Markets Fund	15.671.445	3,50%
EXITO ADR Program	13.484.082	3,01%
Bergsaar B.V. 12,130,244 2.71%	12.130.244	2,71%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	9.823.269	2,19%
Alianza Fiduciaria S.A. Fideicomiso ADM Sonnenblume	7.558.552	1,69%
Colombiana de Comercio S.A. 7,076,200 1.58%	7.076.200	1,58%
Inversiones Pinamar S.A. 5,126,735 1.15%	5.126.735	1,15%
Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund	3.850.921	0,86%
Otros	80.192.492	17,92%
Total	447.604.316	100%

La Distribución de los accionistas la podemos resumir en el siguiente gráfico y ver como se distribuye la propiedad.

Gráfico N° 3: Distribución de la propiedad.



5.2. Antecedentes de la Industria

El comercio en Colombia es un actor importante en la contribución al PIB del país y una fuente de generación de empleo muy activa, esto gracias a inversionistas locales y extranjeros que aprovechan una clase media en ascenso y con disposición constante a comprar. Desde la entrada del comercio a los barrios locales de conveniencia se evidencian efectos de un mayor dinamismo en la Industrial. Sin embargo hasta hace unos años existía una fuerte barrera a la entrada de las cadenas de almacenes a los barrios tradicionales debido a la cultura de la población, es por ello que se consideraba que en Colombia las tiendas tradicionales de barrio eran invencibles con su liderazgo en ventas frente a las grandes cadenas del comercio. Sin embargo, todo indica que el panorama ha cambiado, y hoy por hoy el llamado canal moderno les gana terreno a los tenderos colombianos. Las tendencias en las que está concentrado el comercio moderno son: la segmentación de los clientes y el uso más estratégico del concepto de la fidelización.

Entre las empresas más representativas se encuentra Almacenes Éxito S.A., así como también lidera el ranking de las empresas del sector comercio de Colombia al cierre del Año 2014, como se muestra a continuación

Cuadro N°8: Ranking a 2014 Sector Comercio de Colombia

Sector Comercio				
Razon Social	2014		2013	
	Puesto	Ingresos Operacionales	Puesto	Ingresos Operacionales
Almacenes Éxito S.A.	1	10.094.266.560	1	9.456.591.559
Telmex Colombia S.A.	2	5.376.320.494	2	5.159.859.707
Supertiendas y Droguerías Olimpica S.A.	3	4.247.683.009	4	3.821.868.436
Cencosud Colombia S.A.	4	3.966.378.091	3	3.837.628.594
Colombiana de Comercio S.A.	5	3.535.072.034	5	3.070.803.376
Socimac Colombia S.A.	6	2.858.374.615	6	2.578.680.607
Samsung Electronics Colombia S.A.	7	1.910.738.758	8	1.928.282.575
LG Electronics Colombia Ltda.	8	1.511.780.234	13	1.262.495.208
C.I.J. Gutierrez y Cia S.A.	9	1.496.275.597	18	983.327.035
Falabella de Colombia S.A.	10	1.412.763.596	14	1.245.860.341

Por otro lado, al cierre del primer semestre del año 2015 y tal como lo indica “Merco” (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa), el ranking por nivel de ventas de las Supertiendas de Colombia es como sigue:

Cuadro N° 9: Ranking por Superficie de las Supertiendas

Posición	Empresa
1	GRUPO ÉXITO
2	HOMECENTER-SODIMAC
3	FALABELLA
4	GRUPO ALKOSTO- CORBETA
5	ALMACENES LA 14
6	CENCOSUD
7	GRUPO OLIMPICA

En este sentido, al definir los principales competidores de Almacenes Éxito incluiremos las variables Formato de Muti-Marca, Multi-formato, negocios por internet (E-commerce), Nivel de liquidez, Penetración, entre otros.

Al analizar los factores mencionados anteriormente, se puede definir como competidores de Almacenes Éxito a Cenconsud Colombia y Falabella de Colombia, ambos bajo sus distintas marcas.

Cencosud es uno de los más grandes y prestigiosos conglomerados de Retail en América Latina. Cuenta con operaciones activas en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia. Sus operaciones se extienden a los negocios de supermercados, mejoramiento del hogar, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros. Cuenta con la mayor cantidad de metros cuadrados de venta en el cono sur. En el año 2012 ingresa a Colombia, adquiriendo las tiendas Carrefour con 72 hiper y supermercados, 16 tiendas express y 4 tiendas de cash-and-carry, actualmente Easy.

Cuadro N° 10: Ficha Cencosud Colombia.

Nombre de la Empresa	Cencosud Colombia S.A.
Ticker o Nomenclatura	IPSA: Cencosud NYSE: CNCO
Clase de Acción	Serie única, Acciones Ordinarias
Derechos de cada Clase	2.828.723.963 acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa Electrónica Valparaíso NYSE (New York, EE.UU)

Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail / Comercio
Negocios en que se encuentra	Cencosud Colombia, a través de la superintendencia de Sociedades Colombiana, se pueden obtener los resultados consolidados por las distintas unidades de negocio, las cuales complementan el Retail, como son las tarjeta de crédito, seguros, entre otros. Teniendo en cuenta que el negocio principal es el mercado minorista, Cencosud Colombia presenta un margen de Ebitda de 6,8% en año 2014.

Ingresos Operacionales

(En millones de pesos colombianos)

	2014		2013		2012	
Ingresos Operacionales	4.000,00		3.800,00		0,159	
Costo de Ventas	(3.136,00)	-78,40%	(3.089,40)	-81,30%	(0,12)	-76,20%
Utilidad Bruta	864,00	21,60%	710,60	18,70%	0,04	23,80%
Gastos de Administración	(752,00)	-18,80%	(665,00)	-17,50%	(0,02)	-12,70%
Gastos de Ventas	(268,00)	-6,70%	(266,00)	-7,00%	(0,04)	-27,90%
Utilidad Operacional	(156,00)	-3,90%	(220,40)	-5,80%	(0,03)	-16,80%
Ingresos No Operacionales	104,00	2,60%	140,60	3,70%	0,06	38,60%
Gastos No Operacionales	(180,00)	-4,50%	(133,00)	-3,50%	(0,01)	-3,50%
Utilidad Antes de	(228,00)	-5,70%	(212,80)	-5,60%	0,03	18,30%
Impuesto de Renta	(40,00)	-1,00%	(76,00)	-2,00%	(0,00)	-1,10%
Utilidad Neta	(268,00)	-6,70%	(288,80)	-7,60%	0,03	17,20%

Falabella desarrolla su actividad comercial a través de varias áreas de negocio, siendo las principales, la tienda por departamentos, grandes superficies, mejoramiento y construcción del hogar, compañía de financiamiento comercial CMR, banco, viajes y seguros Falabella, con operaciones en Chile, Argentina, Perú y Colombia. En el mercado Colombiano ingresa junto con su filial Sodimac, a quien había adquirido el año 2003.

Cuadro N° 11: Ficha Falabella de Colombia

Nombre de la Empresa	Falabella de Colombia S.A.
Ticker o Nemo-técnico	Falabella
Clase de Acción	Serie única, Acciones Ordinarias
Derechos de cada Clase	2.434.465.103 acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa Electrónica Valparaíso
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail / Comercio
Negocios en que se encuentra	Falabella de Colombia tiene como principal negocio el Retail, con unidades complementarias, teniendo como un Ebitda total MM\$53,5 año 2014

Ingresos Operacionales

(En millones de pesos colombianos)

	2014		2013		2012	
Ingresos Operacionales	1.400,00		1.200,00		1.100,00	
Costo de Ventas	(1.038,80)	-74,20%	(885,60)	-73,80%	(803,00)	-73,00%
Utilidad Bruta	361,20	25,80%	314,40	26,20%	297,00	27,00%
Gastos de Administración	(58,80)	-4,20%	(51,60)	-4,30%	(45,10)	-4,10%
Gastos de Ventas	(278,60)	-19,90%	(252,00)	-21,00%	(227,70)	-20,70%
Utilidad Operacional	22,40	1,60%	12,00	1,00%	24,20	2,20%
Ingresos No Operacionales	61,60	4,40%	39,60	3,30%	34,10	3,10%
Gastos No Operacionales	(51,80)	-3,70%	(32,40)	-2,70%	(30,80)	-2,80%
Utilidad Antes de Impuestos	33,60	2,40%	18,00	1,50%	27,50	2,50%
Impuesto de Renta	(7,00)	-0,50%	(2,40)	-0,20%	(1,10)	-0,10%
Utilidad Neta	25,20	1,80%	16,80	1,40%	26,40	2,40%

6. Descripción Financiamiento de Almacenes Éxito S.A.

Almacenes Éxito, al 30 de junio de 2015, se encuentra con deuda financiera de corto plazo y estos se componen básicamente de Tarjeta de créditos corporativas, Cartas de Crédito para financiamiento de importaciones e Instrumentos derivados como Forward y Swaps entre otros, los cuales mantienen una línea de crédito utilizada.

Cuadro N° 12: Financiamiento a 2014 Almacenes Éxito S.A. (Consolidado)

	30/06/2015	31/12/2014	01/01/2014
Corrientes			
Sobregiros bancarios	-	53	95,150
Opción de venta ("PUT option")	245,593	-	-
Cartas de Credito	6,304	1,074	3,445
Arrendamientos financieros	2,589	5,414	-
Obligaciones financieras	28	1,303	-
Tarjetas de crédito	21	73	45
Total pasivos financieros corriente	254,535	7,917	98,640
No corriente			
Arrendamientos financieros	17,610	36,416	4,996
Total pasivos financieros no corriente	17,610	36,416	4,996
Total pasivos financieros	272,145	44,333	103,636

Sin embargo Almacenes Éxito mantenía un Bono el cual con fecha 05 de mayo 2015 vence de acuerdo a los términos contractuales.

Si bien el Bono estaba en manos de Almacenes Éxito, este fue emitido por la Carulla Vivero S.A. antes que Éxito la absorbiera. Las características del dicho Bono se encuentran en el cuadro N° 13.

El bono se transó por sobre la par a con una tasa de Mercado de 12,89% y si bien el Bono está liquidado, es importante para la valorización final, ya que se utilizará esta tasa como la tasa de referencia para e calcula de la deuda financiera.

Cuadro N° 13: Característica de Bono de la Compañía.

	Observaciones
Bono	Bono Ordinario
Nemotécnico	BCRL0059VA
Fecha de Emisión	05-05-2005
Valor Nominal (VN o D)	\$ 150.000.000.000,00
Moneda	COP
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	05-05-2015
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	IPC+7,5%, Para su rendimiento Tasa de Rendimiento del Título expresada como Tasa Efectiva anual. $(1 + \text{Inflación } \%) * (1 + \text{margen } \%) - 1$.
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	40
Motivo de la Emisión	Sustitución de Pasivos Financieros
Tasa de Mercado (Kb)	12,89 %
Clasificación de Riesgo	Clasificación del Bono AA con Perspectiva Positiva. Duff & Phelps de Colombia

7. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

7.1. Deuda Financiera de la Empresa

La deuda financiera de la empresa se ha basado principalmente en el Bono que emitió en su entonces Carulla Vivero, el cual se pagó de acuerdo a sus condiciones, es decir, se dio término a la deuda el día 5 de Mayo de 2015. Almacenes Éxito, también contaba con un bono que se le dio termino el año 2013 (Ver Anexo N°3), es por ello que a medida que transcurre el tiempo el nivel de deuda financiera va en descenso. La deuda que se presenta al cierre del 2T 2015 se basa en deuda de corto plazo como son las cartas de crédito, tarjeta de créditos, leasing, entro otros.

Cuadro N° 14: Deuda Financiera de la Empresa

	2011	2012	2013	2014	2015*
Deuda Financiera	\$297.764	\$227.372	\$252.325	\$151.844	\$26.552

*al 30 de Junio 2015.

7.2. Patrimonio Económico de la empresa

El patrimonio económico corresponde al número de acciones en circulación por el precio de la acción al cierre del ejercicio. Para ello se obtuvo para cada periodo el n° de acciones en circulación por el valor de esta, tal como se detalla a continuación

Cuadro N° 15: Detalle Patrimonio Económico de la Empresa

(en millones de pesos colombianos)

Acciones ordinarias	2011	2012	2013	2014	2015*
Acciones suscritas	333.333.632	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316
Acciones pagadas	-	-	-	-	-
Emisión acciones ordinarias	114.270.684	-	-	-	-
Total n° acciones	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316
Precio Acción (cierre)	\$25.460	\$35.500	\$30.000	\$29.200	\$22.720
Valor Patrimonio	\$11.396.006	\$15.889.953	\$13.428.129	\$13.070.046	\$10.169.570

*al 30 de Junio 2015.

7.3. Estructura de Capital Objetivo

Tomando los resultados anteriores, tales como Deuda Financiera y Patrimonio Económico de Almacenes Éxito para cada periodo, se obtuvo la estructura de Capital para cada Periodo como se muestra en el Cuadro N° 16, con ello se propone la estructura de Capital Objetivo, el cual es el resultado del promedio simple de las estructuras de los periodos anteriores.

Cuadro N°16 : Estructura de Capital Objetivo

	2011	2012	2013	2014	2015*	Promedio
B/V	2,55%	1,41%	1,84%	1,15%	0,26%	1,44%
P/V	97,45%	98,59%	98,16%	98,85%	99,74%	98,56%
B/P	0,026	0,014	0,019	0,012	0,003	1,47%

*al 30 de Junio 2015.

Propuesta Estructura Capital Objetivo	
B/V	0,014
P/V	0,986
B/P	0,015

8. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

8.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Para la estimación del Beta patrimonial de Almacenes Éxito, fue necesario obtener los retornos semanales de la acción Éxito y para el Índice Colcap mediante el modelo de retornos $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ con una muestra de 105 observaciones para obtener el Beta de cada año. Este ha sido cambiando por las condiciones del mercado en cada periodo. Sin embargo, para obtener nuestro valor empresa se considerará el Beta Patrimonial al 30 de junio de 2015 (Ver Anexo N° 5).

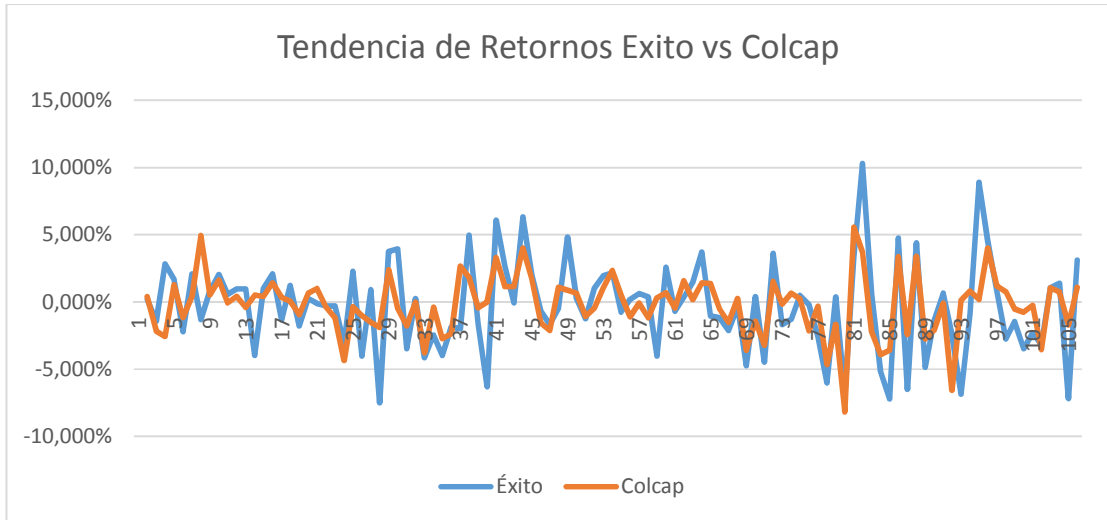
Cuadro N° 17: Beta Patrimonial de la Empresa

Beta de la Acción	2011	2012	2013	2014	2015
Beta de la Acción	0,6101	0,6134	0,9067	1,1043	0,9976
p-value (significancia)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Presencia Bursátil (%)	99,59%	99,59%	100,00%	100,00%	100,00%

La decisión de considerar el Índice Colcap y no otro índice más general, se debe a que este está compuesto por las 20 principales acciones ponderadas por su capitalización bursátil, y debido a sus características de replicabilidad se ha convertido en el principal índice de referencia del mercado de renta variable de Colombia y en nuestro caso es más representativo por el nivel de liquidez que tienen las empresas que las componen.

Los resultados obtenidos para cada periodo calculado, han resultado con una alta significancia (p-value) por lo que los Betas obtenidos son confiables para el modelo a evaluar.

Grafico N° 4: Tendencia de los Retornos



La tendencia que ha tenido en el último periodo la acción Éxito es similar a la del índice, siendo Éxito el que mantiene mayor nivel de volatilidad debido al nivel de concentración de versus el índice que mantiene una serie de acciones que hace que sea menos volátil, sin embargo, la tendencia de es similar.

9. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

La estimación del costo de capital de Almacene éxito, nos permitirá obtener la tasa con la que descontaremos finalmente los flujos proyectados, para ello determinaremos el WACC con la estructura de capital objetivo que ya hemos propuesto.

9.1. Costo de la Deuda (k_b)

Al definir nuestra estructura de capital, la deuda financiera que mantiene la empresa al 30 de junio de 2015 es básicamente deuda de corto plazo y no es relevante para definir la estructura en sí. Debido a lo anterior el costo de la deuda a utilizar será la tasa negociada en el momento de emisión del bono de largo plazo. Esta tasa fue obtenida a través de la Bolsa de Valores de Colombia y alcanzó al 12,89% y fue transada a la par con un valor nominal de Cop\$100 (Ver Anexo N°2)

$$K_b = 12,89\%$$

9.2. Beta de la Deuda (β_b)

Para el cálculo del Beta de la Deuda es necesario hacer vía CAPM, y para ello es necesario obtener los siguientes Input “Tasa Libre de Riesgo” (RF), la cual fue obtenida a través de la curva de los bono cero cupón con vencimiento 10 años, publicados en el Ministerio de Hacienda de Colombia. Por otro lado el “Premio por Riesgo de Mercado” (PRM) fue obtenida a través de la publicación de Aswath Damodaran en su publicación actualizada a Junio 2015, donde se muestra la Prima de por Riesgo de Colombia.

Cuadro N° 18: Premio por Riesgo de Mercado Colombia (Aswath Damoraran)

Moody's sovereign rating	Baa2	Local currency
S&P sovereign rating	BBB+	Local currency
CDS spread	2,32%	
Excess CDS spread (over US CDS)	1,91%	
Country Default Spread (based on rating)	1,90%	
Country Risk Premium (Rating)	2,85%	
Equity Risk Premium (Rating)	8,66%	
Country Risk Premium (CDS)	2,87%	
Equity Risk Premium (CDS)	8,68%	

Parámetros:

Rf : 7,95%

PRM : 8,68%

$$K_b = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta_d$$

$$0,1289 = 0,0795 + 0,0868 * \beta_d$$

$$0,0494 = 0,0868 * \beta_d$$

$$\beta_d = 0,5691$$

9.3. Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

Para obtener el Beta de la acción, se estimó con una regresión de una muestra de 105 observaciones, tal como se explica anteriormente.

	2011	2012	2013	2014	2015
Beta de la Acción	0,610	0,613	0,907	1,104	0,998
p-value (significancia)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Presencia Bursátil (%)	99,59%	99,59%	100,00%	100,00%	100,00%

El resultado de dicho cálculo fue que el Beta patrimonial es 0,9976, y si bien la empresa mantiene un nivel muy bajo de deuda, se considera beta con deuda para todos los efectos de cálculos.

$$\beta_p^{c/d} = 0,9976$$

9.4. Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Para obtener el Beta Patrimonial sin deuda, se utiliza la tasa de impuesto a la renta, que es un 25% más el impuesto adicional "CREE" para el año 2015 de un 5%, impuesto que es progresivo hasta el año 2019, donde llegará al 9% para después ser eliminado, ya que es un impuesto de carácter transitorio. Por tanto para efectos de desapalancar se utilizará la tasa actual que es Tc 30% tasa con la que actualmente se encuentra la empresa, pero para efectos de económicos de valoración se utilizará la tasa de largo plazo propuesta y que corresponde a la tasa impositiva para efecto de renta de las empresas que es un 25%.

$$(\beta_p^{s/d}) \text{ (Desapalancar con } \beta_p^{c/d} \text{ con deuda Riesgosa - Rubinstein)}$$

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

$$0,9976 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 0,3) * 0,012] - (1 - 0,3) * 0,5691 * 0,012$$

$$0,9976 = \beta_p^{s/d} * 1,0084 - 0,00463$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,9942$$

9.5. Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Para apalancar se utilizó la tasa de impuesto de largo plazo, tasa 25%. En este punto se incorpora la estructura de capital objetivo propuesta anteriormente.

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

$$\beta_p^{c/d} = 0,9942 * [1 + (1 - 0,25) * 0,015] - (1 - 25) * 0,5691 * 0,015$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,0052 - 0,0063$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,9989$$

9.6. Costo Patrimonial (k_p)

Al obtener el nuevo beta patrimonial de la empresa, luego mediante el modelo CAPM obtendremos el costo patrimonial, incorporando los input ya explicados.

$$K_p = Rf + [E(Rm) - Rf] * \beta_p^{c/d}$$

$$K_p = 0,0795 + 0,0868 * 0,9989$$

$$K_p = 16,62\%$$

9.7. Costo de Capital (k_0)

Como resultado del nuevo costo patrimonial, estructura de capital objetivo y tasa de impuesto de largo plazo, obtenemos mediante el cálculo del WACC (Weighted Average Cost of Capital) nuestra tasa que descontará los flujos futuros para llegar al valor empresa que buscamos

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

$$K_0 = 0,1662 * 0,9855 + 0,1289 * 0,75 * 0,0145$$

$$K_0 = 16,52\%$$

10. Análisis Operacional del Negocio e Industria

10.1. Análisis operacional del Negocio

Cuadro N° 19: Estados de resultados Históricos

Estado de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015*
INGRESOS OPERACIONALES					
Ventas	8.390.801	9.705.414	10.129.436	10.763.015	5.875.331
Otros ingresos operacionales	453.909	524.259	567.525	657.306	169.552
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	6.044.883
COSTO DE VENTAS	(6.610.665)	(7.559.872)	(7.854.807)	(8.428.937)	(4.500.555)
UTILIDAD BRUTA	2.234.045	2.669.801	2.842.154	2.991.384	1.544.328
GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	00	00	00	0	0
Salarios y prestaciones sociales	(669.037)	(878.621)	(928.540)	(957.345)	(1.155.096)
Otros gastos operacionales de administración y ventas	(822.024)	(932.455)	(981.588)	(1.077.592)	00
Depreciaciones y amortizaciones	(319.662)	(364.558)	(387.438)	(382.405)	(114.675)
TOTAL GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	(1.810.723)	(2.175.634)	(2.297.566)	(2.417.342)	(1.269.771)
UTILIDAD OPERACIONAL	423.322	494.167	544.588	574.042	274.557
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	00	00	00	0	0
Ingresos financieros	164.537	226.390	161.368	217.188	46.626
Dividendos y participaciones	933	533	12	00	00
Gastos financieros	(157.771)	(139.972)	(81.807)	(133.849)	00
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	(7.553)	(20.146)	(74.465)	(75.509)	21.795
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	146	66.805	5.108	7.830	68.421
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS E INTERÉS MINORITARIO	423.468	560.972	549.696	581.872	342.978
PARTICIPACIÓN INTERÉS MINORITARIO	(566)	(2.118)	(1.872)	(1.094)	(25.847)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	422.902	558.854	547.824	580.778	317.131
TOTAL IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS	(33.447)	(83.549)	(109.417)	(121.913)	(87.430)
UTILIDAD NETA	389.455	475.305	438.407	458.865	229.701

Almacenes Éxito S.A. a contar del 1 de Enero de 2015 adopta la Norma IFRS en su contabilidad. Si bien el cambio de norma podría afectar la valoración por las diferencia de criterios, el PCGA utilizado en Colombia se asemeja a IFRS, por lo que el valor final de la compañía no debiera tener grandes cambios y distorsiones.

Los resultados en las operaciones de la empresa muestran un crecimiento en las ventas constantemente al igual que su utilidad tanto operacional como la utilidad neta, sin embargo este crecimiento no altera sus márgenes, estos se mantienen muy estables dentro de los periodos, como se ve en el cuadro N° 20.

Cuadro N° 20: Análisis de EERR.

Periodo	2011	2012	2013	2014	2015*
Moneda	COP	COP	COP	COP	COP
Ingresos Totales	8.844.710,0	10.229.673,0	10.696.961,0	11.420.321,0	5.875.331,0
<i>Crecimiento de Ingresos Total</i>	17,8%	15,7%	4,6%	6,8%	(48,6%)
Utilidad Bruta	2.234.045,0	2.669.801,0	2.842.154,0	2.991.384,0	1.544.328,0
<i>Margen %</i>	25,3%	26,1%	26,6%	26,2%	26,3%
EBITDA	742.984,0	858.725,0	932.026,0	956.447,0	389.232,0
<i>Margen %</i>	8,4%	8,4%	8,7%	8,4%	6,6%
EBIT	423.322,0	494.167,0	544.588,0	574.042,0	274.557,0
<i>Margen %</i>	4,8%	4,8%	5,1%	5,0%	4,7%
Utilidad Neta	389.455,0	475.305,0	438.407,0	458.865,0	229.701,0
<i>Margen %</i>	4,4%	4,6%	4,1%	4,0%	3,9%

*30 de junio 2015

En el análisis de los resultados de la empresa, se puede ver como los márgenes tanto de Ebitda como de utilidad neta se mantienen estables y con mínimas variaciones. Esto indica claramente que si bien Almacenes Éxito mantiene una estrategia de apertura de locales, adquisiciones de compañías, el fin es obtener mayores volúmenes en ventas y utilidades en términos absolutos, ya que en términos relativos dicho crecimiento no se traduce en mejores márgenes.

En resumen, podemos apreciar que la estrategia que persigue Almacenes Éxito son mayores volúmenes en ventas y rotación de activos, ya que los mayores ingresos provienen de las ventas al detalle y esa venta es al contado versus el financiamiento que mantienen con los proveedores.

Cuadro N° 21: Índices de Tendencia y Eficiencia Operacional (veces) 2014

ÍNDICES DE TENDENCIA Y EFICIENCIA OPERACIONAL (VECES)	
Rotación de activos totales	0.99
Rotación de inventarios	6.74
Rotación de proveedores	4.44
Cobertura de la utilidad bruta sobre los gastos de ventas	1.43
Rotación de activos fijos	5.00
Gastos de administración / utilidad bruta (%)	11.11
Gastos de ventas / utilidad bruta (%)	69.70
Gastos personal / ingresos operacionales (%)	8.38

10.2. Análisis de Crecimiento

Las tasas de crecimiento, aunque ha habido algunas bajas debido a las coyunturas económicas por las que ha atravesado el País, estas han sido positivas y se debe básicamente al creciente aumento de tiendas, y si bien hay una estrategia de arrendamiento de locales, los puntos de ventas han ido de aumento.

Cuadro N° 22: Crecimiento de las ventas

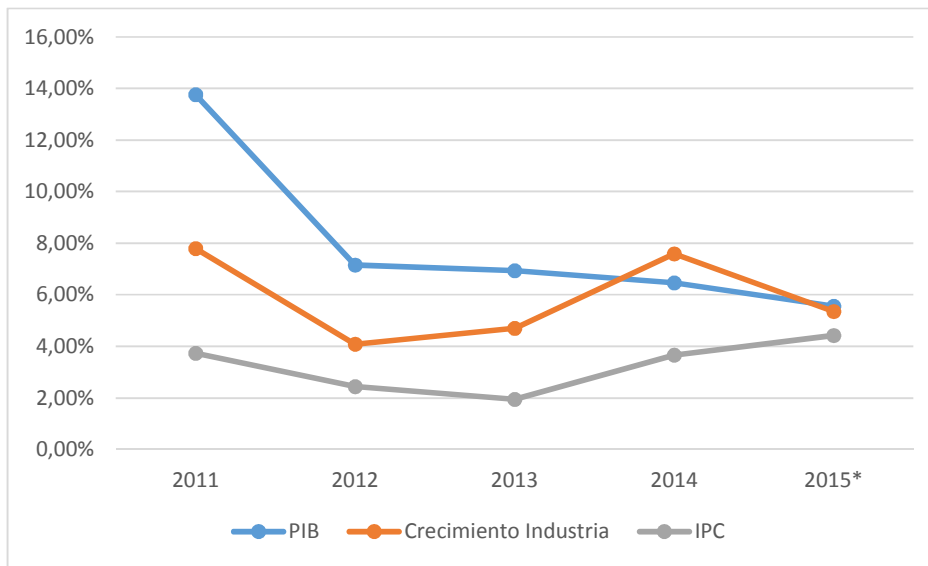
	2010	2011	2012	2013	2014	30-06-15 (12 meses)
Moneda	COP	COP	COP	COP	COP	COP
Total Ventas	7.510.079	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	11.842.848
% Crecimiento		17,8%	15,7%	4,6%	6,8%	3,7%

10.3. Análisis de Crecimiento de la Industria

La industrial del Retail y el Comercio se encuentra estrechamente relacionado con los ingresos de la economía e inflación. Para obtener el crecimiento real de la industria, se obtuvo el índice de crecimiento del DANE de Colombia, para el cual eliminamos las ventas de Combustible y Vehículos, ya que no son propio del negocio en el cual está presente Almacenes Éxito.

Cuadro N° 23: Series de Crecimiento de la Economía

Serie	2011	2012	2013	2014	2015*
PIB	13,76%	7,15%	6,93%	6,46%	5,56%
Crecimiento Industria	7,79%	4,08%	4,70%	7,59%	5,35%
IPC	3,73%	2,44%	1,94%	3,66%	4,42%



Las variables macroeconómicas se han movida de forma tal que muestran una convergencia y por lo tanto muestran la alta correlación que tienen el crecimiento de la industria con el PIB nominal..

10.4. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2015 al 2019.

A partir del análisis anterior se decide que por las características y consistencia en el crecimiento, se utilizará como referencia y proyectar los ingresos, el crecimiento en la industrial. Para calcular la tasa de crecimiento de la industria, se calcula a partir de los datos obtenido de DANE – Colombia, los índices de crecimiento de la industrial minorista sin tomar en cuenta la venta de Combustible ni Vehículos desde los años 2003 hasta 2014. Con esta información se obtiene una regresión con los mínimos cuadrados, (MCO)

con el cual podemos obtener el crecimiento en ventas para los diferentes periodos, tal como muestra el siguiente cuadro.

Cuadro N°24: Expectativas de Crecimiento de la industria

Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento	5,40%	5,34%	5,29%	5,23%	5,18%	5,12%

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,054609193
Coefficiente de determinación R ²	0,002982164
R ² ajustado	-0,107797596
Error típico	0,035311237
Observaciones	11
ANÁLISIS DE VARIANZA	
<i>Grados de libertad</i>	
Regresión	1
Residuos	9
Total	10
<i>Coefficientes</i>	
Intercepción	1,167077552
Variable X 1	-0,000552398

11. Análisis de Costos de Operación

Costos operacionales de Almacenes Éxito corresponden a los Gastos de Ventas de cada periodo. Dado el detalle de estos costos no se detallan en la nota de los estados financieros de la empresa, estos se asumen como costos variables de ventas ya que estos responden a una estructura objetivo como se muestra a continuación:

Cuadro N° 25: Estructura de Costos Operacional

a) Explicar en qué consisten los costos de operación de la empresa.

Periodo	2011	2012	2013	2014	2015*
Ventas totales	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	6.044.883
COSTO DE VENTAS	(6.610.665)	(7.559.872)	(7.854.807)	(8.428.937)	(4.500.555)
	74,7%	73,9%	73,4%	73,8%	74,5%

Promedio Costo de Venta 2011-2015 **74,1%**

Se puede apreciar que la estructura de costos se mantiene constante en el tiempo, por ello se establecerá como estructura de costos operaciones un 74,1% de las ventas totales. Este se obtiene a través de un promedio simple de la estructura de los últimos 4 años más el 1º semestre del año 2015.

Cuadro N°26: Gastos Administración y Ventas

GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN Y V	2011	2012	2013	2014
Salarios y prestaciones sociales	(669.037)	(878.621)	(928.540)	(957.345)
Otros gastos operacionales de administración y ventas	(822.024)	(932.455)	(981.588)	(1.077.592)
Depreciaciones y amortizaciones	(319.662)	(364.558)	(387.438)	(382.405)
TOTAL GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRAC	(1.810.723)	(2.175.634)	(2.297.566)	(2.417.342)

GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	2011	2012	2013	2014
Gastos de personal	669.037	878.621	928.540	957.345
Servicios	278.819	286.814	289.835	298.874
Arrendamientos	180.558	222.483	256.135	273.385
Depreciaciones	209.830	222.854	227.016	233.042
Amortizaciones	109.832	141.703	160.422	149.363
Impuestos	107.810	121.145	131.397	148.598
Mantenimiento y reparación	50.198	64.958	66.867	84.042
Material de empaque y marcada	37.294	48.838	50.517	53.300
Comisiones tarjeta débito y crédito	27.238	34.398	32.912	36.553
Honorarios	12.088	15.972	16.125	35.321
Seguros	19.504	23.161	27.297	18.530
Participación ventas	12.501	13.312	14.022	15.101
Gastos de viaje	10.545	10.010	8.346	9.284
Adecuación e instalaciones	6.438	5.691	5.447	7.160
Gastos legales	3.844	4.657	4.613	6.608
Contribuciones y afiliaciones	880	1.374	1.658	1.899
Diversos	74.307	79.642	76.417	88.937
TOTAL GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	1.810.723	2.175.633	2.297.566	2.417.342

Los gastos operaciones son gastos recurrentes, con lo cual se proyectará con una estructura en proporción a las ventas ya que estos siguen una proporción respecto a los ingresos totales durante todo el periodo (2011-2014). De lo anterior se obtiene un promedio simple de los últimos 4 años con lo cual proyectamos los gastos de administración y ventas.

Cuadro N° 27: Gastos de Administración y Ventas, periodo 201-2014

Gastos Adm y Vtas 2011-2014	2011	2012	2013	2014	Promedio
Salarios y prestaciones sociales	7,56%	8,59%	8,68%	8,38%	8,30%
Otros gastos operacionales de adm. y ventas	9,29%	9,12%	9,18%	9,44%	9,26%
Depreciaciones y amortizaciones	3,61%	3,56%	3,62%	3,35%	3,54%

12. Análisis de Cuentas no operacionales

Dentro de las cuentas no operaciones de Almacenes Éxito, se puede apreciar que las cuentas se clasifican de la siguiente forma

Cuadro N° 28: Cuentas no Operacionales

INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos financieros	164.537	226.390	161.368	217.188	46.626
Dividendos y participaciones	933	533	12	-	
Gastos financieros	(157.771)	(139.972)	(81.807)	(133.849)	
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	(7.553)	(20.146)	(74.465)	(75.509)	21.795
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	146	66.805	5.108	7.830	68.421

Las cuentas no operacionales que se analizan serán para los periodos 2011-2014, esto por la falta de información para lo corrido del año 2015.

La empresa, dentro de su gestión administrativa y operacional, mantiene estas cuentas de forma tal que no sufran cambios en el tiempo, es decir mantiene una estructura de inversiones y pasivos, estos serán proyectados como una proporción de los ingresos de la compañía.

Cuadro N° 29: Estructura cuentas no operacionales

	2011	2012	2013	2014	Promedio
Ventas totales	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	
Ingresos financieros	1,86%	2,21%	1,51%	1,90%	1,87%
Gastos financieros	-1,78%	-1,37%	-0,76%	-1,17%	1,27%
Otros ingresos y gastos no operacionales	-0,09%	-0,20%	-0,70%	-0,66%	0,41%

Para efecto de proyección se no se considerarán el ítem dividendos y participaciones porque son gastos no recurrentes que da por la participación entre compañías y no por operaciones propia de la empresa.

13. Análisis de Activos

Dentro de los activos de Almacenes Éxito S.A. encontramos Activos Operacionales y no Operacionales. Este último es necesario identificarlos, ya que eventualmente la empresa podría prescindir de ellos y en el caso de valoración, lo incorporaremos al resultado final.

Cuadro N° 30: Activos de la empresa al 30 de Junio 2015

Activos corrientes	
Efectivo y equivalentes al efectivo	1,931,075
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	349,835
Cuentas por cobrar partes relacionadas y asociadas	41,139
Inventarios	1,319,642
Activos por impuestos corrientes	270,291
Otros activos financieros	6,790
Total activos corrientes distintos de los activos no corrientes o grupo de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	3,918,772
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-
Total activos corrientes	3,918,772
Activos no corrientes	
Propiedades, planta y equipo	3,289,315
Propiedad de inversión	743,953
Plusvalía	3,119,158
Activos intangibles distintos de la plusvalía	166,334
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	7,827
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	28,605
Activos por impuestos diferidos	57,480
Otros activos financieros	147,594
Otros activos no financieros	398
Total de activos no corrientes	7,560,664
Total de activos	11,479,436

Dentro de los Activos de la empresa los podemos clasificar como no operaciones y prescindibles algunos otros activos financieros medidos a su valor razonable y se desglosan de la siguiente forma.

13.1. Activos Financieros

	<u>30/06/2015</u>
CNova	9,412
Automercados de la Salud S.A. Panamá	
Fogansa S.A.	798
Otras inversiones patrimoniales menores	<u>231</u>
Total	<u>10,441</u>

El valor razonable de Automercados de la Salud S.A. Panamá se estima en cero, debido a que es poco probable la recuperabilidad de los recursos invertidos.

	<u>30/06/2015</u>
Bonos Tuya S.A.	136,177
Otras inversiones para mantener hasta el vencimiento	<u>427</u>
Total	<u>136,604</u>

Bonos emitidos por la Compañía de Financiamiento Tuya S.A. como parte del acuerdo de publicidad compartida con la matriz por la Tarjeta Éxito, por un valor nominal de \$134,500, a un plazo de 10 años con un rendimiento del IPC + 2% más el porcentaje de utilidad del acuerdo.

La cuenta otras inversiones Corresponde principalmente a TIDIS (Títulos de devolución de impuestos) emitidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, para que la DIAN efectúe la devolución de impuestos sobre saldos a favor a que los contribuyentes tienen derecho. Estos títulos no devengan intereses. En el mercado secundario, su rendimiento está determinado por la diferencia entre el precio de compra y su valor nominal, y por el plazo transcurrido entre la fecha de compra y la fecha de utilización para el pago de impuestos, y tienen un plazo de un año calendario siguiente a la fecha de su expedición.

13.2. Propiedad de inversión y Plusvalía

Las propiedades de inversión del Grupo corresponden a locales comerciales y lotes que se mantienen para generar renta producto de su arriendo o apreciación futura de su precio. Los movimientos presentados en las propiedades de inversión son los siguientes:

Cuadro 31: propiedades de Inversión

	Terrenos y construcciones
Costo	
Saldo al 1 de enero de 2014	537,915
Adiciones	11,547
Disposiciones	(33,076)
Otros cambios	142,777
Saldo al 31 de diciembre de 2014	659,163
Adiciones	78,879
Trasposos hacia/desde propiedades, planta y equipo	24,648
Saldo al 30 de junio de 2015	762,690
Depreciación acumulada y deterioro	
Saldo al 1 de enero de 2014	-
Gasto de depreciación	12,133
Disposiciones	(661)
Saldo al 31 de diciembre de 2014	11,472
Gasto de depreciación	7,265
Saldo al 30 de junio de 2015	18,737
Saldo al 1 de enero de 2014	1,391,543
Adiciones por combinaciones de negocios	179,892
Efecto de las diferencias en cambio	20,698
Saldo al 31 de diciembre de 2014	1,592,133
Adiciones por combinaciones de negocios	1,531,306
Efecto de las diferencias en cambio	(6,260)
Otros cambios	1,979
Saldo al 30 de junio de 2015	3,119,158

14. Proyección de Flujos de Caja Libre

14.1. Proyección de EERR

La proyección de los Estado de Resultados se basan en las proyección explicadas anteriormente, de esta forma los resultados futuros se proyectan de la siguiente forma.

Cuadro N° 32: Estado de Resultados Proyectado

Estado de Resultados	Proyectado					
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
INGRESOS OPERACIONALES						
Ventas	5.468.838	11.950.436	12.582.503	13.241.049	13.926.749	14.640.265
Otros ingresos operacionales	523.246	729.823	768.424	808.642	850.518	894.093
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	5.992.084	12.680.259	13.350.927	14.049.691	14.777.267	15.534.357
COSTO DE VENTAS	(4.414.791)	(9.391.809)	(9.888.548)	(10.406.098)	(10.944.987)	(11.505.737)
UTILIDAD BRUTA	1.577.293	3.288.450	3.462.378	3.643.593	3.832.280	4.028.621
GASTOS OPERACIONALES DE ADM Y VENTAS	00					
Salarios y prestaciones sociales	00	(1.052.983)	(1.108.676)	(1.166.702)	(1.227.120)	(1.289.990)
Otros gastos operacionales de administración y ventas	00	(1.173.597)	(1.235.669)	(1.300.342)	(1.367.681)	(1.437.752)
Depreciaciones y amortizaciones	(311.081)	(448.510)	(472.232)	(496.948)	(522.683)	(549.462)
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	(1.269.607)	(2.675.090)	(2.816.577)	(2.963.992)	(3.117.485)	(3.277.204)
UTILIDAD OPERACIONAL	307.686	613.360	645.801	679.601	714.795	751.416
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	00					
Ingresos financieros	178.576	237.237	249.785	262.858	276.470	290.635
Dividendos y participaciones	00	00	00	00	00	00
Gastos financieros	(153.137)	(161.321)	(169.853)	(178.743)	(187.999)	(197.631)
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	(66.213)	(44.418)	(44.418)	(44.418)	(44.418)	(44.418)
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	(40.774)	31.498	35.513	39.697	44.053	48.586
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS E INTERÉS MINORITARIO	266.912	644.858	681.315	719.298	758.848	800.002
PARTICIPACIÓN INTERÉS MINORITARIO	24.753	(1.094)	(1.094)	(1.094)	(1.094)	(1.093)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	291.665	643.764	680.221	718.204	757.754	798.909
TOTAL IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS	(64.769)	(160.941)	(170.055)	(179.551)	(189.438)	(199.727)
UTILIDAD NETA	226.896	482.823	510.165	538.653	568.315	599.182

Los impuestos fueron calculados en base a la tasa de largo plazo, es decir, un 25% de las utilidades antes de impuestos. No se consideraron los impuestos adicionales como el impuesto "Cree" u otros impuestos que la reforma tributaria de Colombia adicionen contra las utilidades de la empresa, ya que se consideran impuestos transitorios y no permanentes.

14.2. Ingresos Operacionales

Al Igual como se explica en las proyecciones de crecimiento de la industria, es con el cual proyectaremos nuestros Ingresos Operacionales. (Cuadro N°24).

Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento	5,40%	5,34%	5,29%	5,23%	5,18%	5,12%

INGRESOS OPERACIONALES	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Ventas	11.344.169	11.950.436	12.582.503	13.241.049	13.926.749	14.640.265
Otros ingresos operacionales	692.798	729.823	768.424	808.642	850.518	894.093
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	12.036.967	12.680.259	13.350.927	14.049.691	14.777.267	15.534.357

14.3. Costos de Ventas

Estos fueron tratados como un porcentaje de los ingresos totales y son coherentes con la estructura histórica que ha mantenido la empresa

Periodo	2011	2012	2013	2014	2015*
Ventas totales	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	6.044.883
COSTO DE VENTAS	(6.610.665)	(7.559.872)	(7.854.807)	(8.428.937)	(4.500.555)
	74,7%	73,9%	73,4%	73,8%	74,5%

Promedio Costo de Venta 2011-2015 **74,1%**

2° Semestre E.

INGRESOS OPERACIONALES	2015E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	5.992.084	12.036.967	12.680.259	13.350.927	14.049.691	14.777.267	15.534.357
COSTO DE VENTAS	(4.414.791)	(8.915.346)	(9.391.809)	(9.888.548)	(10.406.098)	(10.944.987)	(11.505.737)
UTILIDAD BRUTA	1.577.293	3.121.621	3.288.450	3.462.378	3.643.593	3.832.280	4.028.621

14.4. Gastos Administración y Ventas

Los gastos de administración y Ventas se obtienen de un promedio simple de los últimos 4 años y se proyecta con dicha estructura.

Cuadro N°33: Proyección Gastos Adm. Y Ventas.

Gastos Adm y Vtas 2011-2014	2011	2012	2013	2014	Promedio
Salarios y prestaciones sociales	7,56%	8,59%	8,68%	8,38%	8,30%
Otros gastos operacionales de adm. y ventas	9,29%	9,12%	9,18%	9,44%	9,26%
Depreciaciones y amortizaciones	3,61%	3,56%	3,62%	3,35%	3,54%

Gastos Adm y Vtas 2011-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salarios y prestaciones sociales	999.563	1.052.983	1.108.676	1.166.702	1.227.120	1.289.990
Otros gastos operacionales de adm. y ventas	1.114.058	1.173.597	1.235.669	1.300.342	1.367.681	1.437.752
Depreciaciones y amortizaciones	425.756	448.510	472.232	496.948	522.683	549.462

14.5. Cuentas no Operacionales

Al igual que en el punto anterior, las cuentas no operacionales se mantuvo su estructura.

	2011	2012	2013	2014	Promedio
Ventas totales	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	
Ingresos financieros	1,86%	2,21%	1,51%	1,90%	1,87%
Gastos financieros	-1,78%	-1,37%	-0,76%	-1,17%	1,27%
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	-0,09%	-0,20%	-0,70%	-0,66%	0,41%

Gastos no Operacionales:	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos financieros	225.202	237.237	249.785	262.858	276.470	290.635
Gastos financieros	153.137	161.321	169.853	178.743	187.999	197.631
Otros ingresos y gastos no	49.341	51.978	54.727	57.591	60.574	63.677

Las cuentas dividendos y participaciones se eliminan del análisis, ya que no se consideran necesarios e irrelevantes para nuestra valoración.

Adicionalmente, la cuenta Participación Interés Minoritario es una cuenta irrelevante, pero a su vez recurrente, es por ello que en la proyección este será equivalente al monto pagado en el último periodo fiscal, es decir, 31 de diciembre 2015

14.6. Estimación Inversión de Reposición.

Cuadro N° 34: Inversión de Reposición

	2015E*	2016E	2017E	2018E	2019E	2020-->
Inversión en reposición activos fijos	(132.643)	(280.695)	(295.542)	(311.010)	(327.116)	(343.875)
	2011	2012	2013	2014	Promedio	
Ventas	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321		
Depreciación	213.342	226.986	230.057	236.732		
	2,41%	2,22%	2,15%	2,07%	2,21%	

(Cifras en Millones de pesos colombianos.)

La determinación de la inversión de reposición de se trabajará bajo el supuesto que la reposición será en la misma magnitud que lo es la depreciación, para ello, se consideró la depreciación de último de periodo fiscal (año 2014) obtenidos de los estados de flujo efectivo (Ver Anexo N° 6) , debido a que los activos necesarios para la operación de cada almacén se encuentran definidos en la estructura operacional y estrategia del negocio, es decir, las maquinarias, oficinas y otros activos necesarios que necesitan ser renovados y/o adquirir mejoras para aumentar su vida útil, mejoras en eficiencias, reducción en costos, entre otros y representan en promedio un 2,21% de las ventas.

Un punto a tener en consideración que en este sentido, al analizar la depreciación sobre las ventas estas vienen en descenso, y esto se debe a que en el proceso de expansión de la compañía se imponen la política de arrendamiento de locales, ya que de esta forma le da flexibilidad de conversiones de locales, poder cerrar y/o abrir nuevos puntos de ventas dependiendo de las estrategias que vayan adoptando en cada periodo.

14.7. Estimación nuevas inversiones de Activo fijo.

Cuadro N°35: Proyección en Inversión de Activo Fijo

	2015E*	2016E	2017E	2018E	2019E	2020-->
Inversión en activos fijos	(108.283)	(236.619)	(249.134)	(262.173)	(275.750)	(289.877)

(Cifras en millones de pesos colombianos)

Inversiones según Estados de Flujos de Efectivo

	2011	2012	2013	2014	Promedio
Compras de propiedades, plantas y equipos	(202.066)	(262.331)	(335.696)	(198.475)	(249.642)
Ingreso por venta de propiedades, planta y equipo, neto	56.612	54.042	15.463	47.255	
Inversiones Neta	(143.443)	(206.277)	(318.220)	(149.206)	

Ventas	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	
% Capex respecto a ventas	1,62%	2,02%	2,97%	1,31%	1,98%

Las inversiones históricas de Almacenes Éxito se basan en la adquisición de nuevas Propiedades, planta y equipo. Los gastos incurridos en este ítem se basan desde la ingeniería, construcción, hasta la puesta en marcha de un almacén.

En este sentido, se estimó que las nuevas inversiones en un 1,98% sobre las ventas. Esta estimación es un promedio de las nuevas adquisiciones sobre las ventas al cierre de los años 2011 a 2014. La empresa mantiene su estrategia de apalancar su expansión orgánica mediante arrendamientos operativos, los cuales le dan flexibilidad para mantener o cerrar almacenes, de acuerdo con su desempeño. Dado esta estrategia, se concluye que los valores estimados son razonables para los procesos de expansión, ya que principalmente se basen en la compra de activos movibles para esta forma dar dinamismo al negocio.

14.8. Capital de Trabajo (CTON)

La naturaleza del negocio del Retail es mantener un alto nivel de capital de trabajo, debido a que los mayores ingresos que tiene la industria, y en mayor medida el rubro de los Supermercados y Almacenes, es en efectivo. Por otro lado el mayor nivel de deuda total que mantiene este tipo de empresa son proveedores quienes asignan un alto nivel de crédito a su cliente, en este caso supermercados. Para el cálculo de Capital de Trabajo Operacional Neto se utilizarán los activos y pasivos corrientes que están directamente relacionados con la operación. En el caso de Almacenes Éxito, se considerará adicionalmente el disponible e inversiones en negociables, ya que estos son necesarios en la operación diaria del negocio.

Cuadro N°36: Capital de Trabajo (CTON)

	2011	2012	2013	2014	2015*
+ Disponible	1.487.540	1.591.110	1.772.411	1.590.802	1.931.075
+ Inversiones Negociables	786.142	916.067	981.754	1.423.355	349.835
+ Deudores, neto	327.700	359.780	417.807	447.973	
+ Inventarios, neto	994.501	1.106.138	1.138.925	1.392.098	1.319.642
- Proveedores	(1.443.809)	(1.654.026)	(1.784.319)	(2.293.470)	(2.312.219)
- Cuentas por pagar	(351.462)	(397.580)	(405.103)	(545.795)	
= Capital de trabajo operacional neto (CTON)	1.800.612	1.921.489	2.121.475	2.014.963	1.288.333
Ingresos Operacional	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	6.044.883
CTON / Ventas (%)	20,4%	18,8%	19,8%	17,6%	21,3%
RCTON= CTON / Ventas Promedio (%)	19,6%				
RCTON=CTON/Ventas (Días)	74,31	68,56	72,39	64,40	77,79
RCTON Promedio	71				

El capital de trabajo para los años 2011 a 2015 (30 junio 2015) resulta ser positivo, con un capital de trabajo constante en todos los años y esto es consistente con el negocio, esto se da principalmente por el alto nivel de disponible que mantiene la compañía. El promedio de Ciclo de conversión se consideró hasta el cierre del 30 de junio de 2015.

14.9. Proyección de Capital de Trabajo Operacional Neto:

Para la proyección del CTON, se hizo desde 2° semestre 2015 hasta Término de 2019, no se considera 2020, ya que las ventas se mantienen constante (no se considera crecimiento perpetuo) y por lo tanto a contar del 2019 las necesidades de Capital de Trabajo adicional son nulas

Cuadro N°37: Proyección de Capital de Trabajo

Ventas Proyectadas	1° Semestre		2° Semestre		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
	2015*	2015E*	2015E	2015E					
CTON (*) Proyectado	6.044.883	5.992.084	12.036.967	12.680.259	13.350.927	14.049.691	14.777.267	15.534.357	
Inversión en Capital de Trabajo	1.288.333	1.069.239	2.357.572	2.483.568	2.614.926	2.751.787	2.894.290	3.042.575	
Aumento Capital de Trabajo	219.094	(93.098)	(125.996)	(131.358)	(136.861)	(142.504)	(148.285)		

El capital de trabajo necesario para el 2° semestre 2015, fue necesario calcular la diferencia entre la proyección 2015 y el semestre ya ejecutado, el cual da un capital positivo.

14.10. Estimación Déficit o Exceso de Capital de trabajo.

Cuadro N°38: Estimación Déficit o Exceso de Capital de Trabajo

+ Disponible	1.931.075
+ Inversiones Negociables	349.835
+ Inventarios, neto	1.319.642
- Proveedores	(2.312.219)
Capital de trabajo operacional neto (CTON) al 30.06.2015	1.288.333
Capital de trabajo operacional neto (CTON) estimado al cierre 2015E	2.357.572
Inversión en Capital de trabajo Segundo Semestre	(1.069.239)

15. Activos Prescindibles al 30 de junio de 2015.

Tal como se mencionó en las cuentas no operacionales, se considera como activos prescindibles las cuentas “Otros activos financieros y Propiedades de Inversión” los cuales reflejan un total de MM\$4.205.095.

Cuadro N°39: Activos Prescindibles

Inversiones Permanentes (Inversiones de renta variable)	Valor en libros
Bonos Tuya S.A.	136.177
Otras inversiones	658
CNova	9.412
Fogansa S.A.	798
TOTAL INVERSIONES PERMANENTES	147.045
Plusvalía	3.119.158
Propiedades de Inversión	743.953
Cuentas por cobrar no Corriente	28.605
Activos Intangibles Distintos de Plusvalía	166.334
TOTAL PROPIEDADES DE INVERSION	4.058.050
TOTAL ACTIVOS PRESCINDIBLES	4.205.095

16. Deuda financiera de la empresa al 30 de junio de 2015

La deuda financiera de Almacenes Éxito al 30.06.2015 no se basan en préstamos bancarios o bonos como tal. Como se explicó anteriormente, el bono, el cual es utilizado para estimar la estructura de capital, ya está liquidado y al cierre de junio 2015 ya no es una deuda como tal. Las obligaciones financieras son como se muestran a continuación.

Cuadro N°40: Pasivos Financieros de la Empresa

	<u>30/06/2015</u>
Corrientes	
Sobregiros bancarios	-
Opción de venta ("PUT option")	245,593
Cartas de Crédito	6,304
Arrendamientos financieros	2,589
Obligaciones financieras	28
Tarjetas de crédito	21
Total pasivos financieros corriente	254,535
No corriente	
Arrendamientos financieros	17,610
Total pasivos financieros no corriente	17,610
Total pasivos financieros	272,145

Los sobregiros bancarios obedecen en gran parte a cheques girados que no fueron cobrados.

El Grupo es parte de un contrato de opción de venta ("Put option") con los propietarios de participaciones no controladoras de la subsidiaria Grupo Disco del Uruguay, a través de su casa matriz. El precio de ejercicio de la misma se basa en una fórmula predeterminada, la cual puede ser ejercida en cualquier momento. La opción existente para el periodo terminado el 30 de junio de 2015, se mide a valor razonable. Durante los periodos presentados, el Grupo no ha presentado ningún incumplimiento con los pagos de sus obligaciones financieras.

17. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

Cuadro N° 41: Flujo de Caja Libre de Almacenes Éxito S.A.

	2015E*	2016E	2017E	2018E	2019E	2020-->
UTILIDAD NETA	226.896	482.823	510.165	538.653	568.315	599.182
AJUSTES						
+ Depreciaciones y amortizaciones	311.081	448.510	472.232	496.948	522.683	549.462
+ Costos financieros	153.137	161.321	169.853	178.743	187.999	197.631
+ Diferencias de cambio	577	577	577	577	577	577
FLUJO DE CAJA BRUTO	691.691	1.093.231	1.152.827	1.214.921	1.279.574	1.346.851
- Reposición de Activos Fijos	(132.643)	(280.695)	(295.542)	(311.010)	(327.116)	
- Inversión en Nuevo Activo Fijo (Capex)	(108.283)	(236.619)	(249.134)	(262.173)	(275.750)	
- Inversión en Capital de Trabajo	(93.098)	(131.358)	(136.861)	(142.504)		
FLUJO DE CAJA LIBRE	357.667	444.559	471.292	499.235	676.709	1.346.851
VALOR TERMINAL					8.152.853	
FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL	357.667	444.559	471.292	499.235	8.829.563	1.346.851

Para el cálculo de flujo de caja libre fue necesario realizar los siguientes ajustes:

Depreciación y Amortizaciones: Se ajusta en un 100% por ser parte de la caja del negocio, este fue asumido en la compra de los activos.

Diferencia Cambio: Para efectos de ajustes y llegar al FCL eliminamos las diferencias de cambio, para ellos se calculó un promedio de los últimos 4 años y se proyectó el mismo constante hacia adelante.

Reposición de Activos Fijos: El supuesto principal es inversión en reposición de los activos es igual a la depreciación, es por ellos que en los ajustes estos se netean.

Inversión en Nuevo Activos Fijo: La inversión en nuevos activos fue calculado mediante un promedio de las inversiones de los últimos 4 años como porcentaje sobre las ventas.

Inversión en Capital de Trabajo: Se aplica en forma negativa, ya que este es el necesario para el aumento en las ventas.

17.1. Valor Empresa y Precio de la Acción

Valoración al 30.06.2015

(En Millones de Pesos Colombianos)

Valor de los Activos Operacionales	6.792.668
Activos Prescindibles	4.205.095
Inversión en capital de trabajo	- 1.069.239
Valor de la Empresa	9.928.524
Deuda Financiera	(8.942)
Valor Patrimonio Económico	9.919.582
Número de acciones	447.604.316
Precio de la Accion	\$22.161
Precio al 30.06.15	\$22.720

Luego aplicar los ajuste necesarios para llegar al flujo de caja libre, obtenemos el Valor de los activos operacionales mediante el método de flujo descontado de caja, aplicando una tasa de descuento "WACC". En este punto debemos incorporar el exceso de capital de trabajo que se genera al 30 de junio 2015 y los Activos Prescindible ya descritos. En este último no se incorpora la caja de los activos, ya que este se fue incluido en la obtención del Capital de trabajo Operacional Neto (CTON).

El Valor del Patrimonio Económico se genera al restar la deuda financiera neta, que a pesar de ser baja, la debemos incorporar. Finalmente llegamos al valor de la acción, el cual al 30 de junio 2015 es de \$22.161.

La cotización de la acción al cierre del Primer Semestre de 2015 fue de \$22.720, un 2,46% Superior al valor propuesta en el presente informe.

18. Conclusiones

En el presente informe se procedió a realizar la valoración de la empresa Almacenes Éxito S.A, una de las grandes cadenas de supermercado de Colombia, liderando el ranking de las tiendas de almacenes en el País y entre las mejores empresas a nivel general del mismo.

Al 30 de junio de 2015 el precio de la acción cerró en un valor de \$ 22.720, comportamiento que desde fines del año 2012, cuando el precio de la acción superaba los \$32.000 mantiene un sesgo bajista, sin embargo la acción “éxito” ha seguido siendo un atractivo para los inversionistas, debido a la alta presencia en el mercado del Retail y por las propuestas de futuros proyectos.

Luego de valorizar la empresa Almacenes Éxito S.A. mediante el método de flujo descontado de caja, se llegó a un valor de la acción de \$22.161, el cual se encuentra un 2,46% por debajo bajo del precio de cierre de 30 de junio de 2015. El menor valor propuesto coincide con la baja en el precio que ha venido experimentando la empresa, y dentro las razones para ello tiene explicación primero en el alto nivel de activo de la empresa y que no forman parte del negocio y no son aprovechados en el mismo generando ineficiencias operacional y financieras. Por otro lado, el Retail está muy correlacionado con el consumo (PIB) en la economía Colombiana, el cual ha venido en baja desde el año 2011, por tanto el mercado se ha puesto cauteloso y bajan las expectativas futuras, con ello el precio de la acción el cual va de la mano con las “visiones” de los inversionistas. Además de las inversiones en Colombia, Almacenes Éxito plantea futuros proyectos en Brasil y Argentina, dos economías alicaídas y con problemas internos que generan incertidumbres en lo inversionistas.

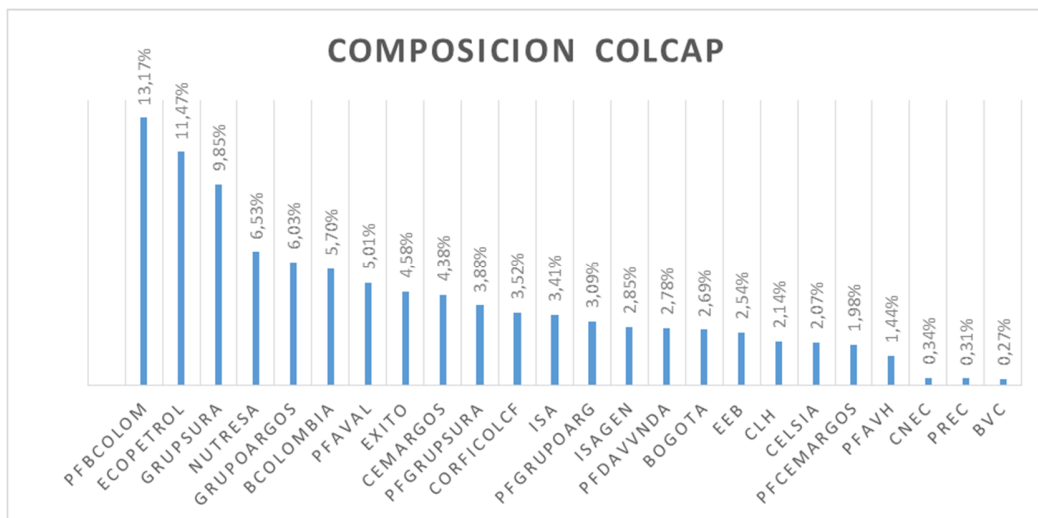
19. Bibliografía y Referencias

- ❖ Maquieira, Carlos; Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica, Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010.
- ❖ Fitch Ratings Colombia SCV; Clasificación de Riesgo Diciembre 2015 Grupo Éxito, Abril 2015.
- ❖ Almacenes Éxito, Resultados financieros Consolidados, 1er trimestre 2015. Medellín, Colombia, 28 de Mayo 2015
- ❖ Almacenes Éxito, Resultados financieros Consolidados, 2er trimestre 2015. Medellín, Colombia, 30 de Julio 2015
- ❖ Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2014, Medellín, Colombia; Febrero 2015.
- ❖ Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2013, Medellín, Colombia; Febrero 2014
- ❖ Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2012, Medellín, Colombia; Febrero 2013
- ❖ Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2011, Medellín, Colombia; Febrero 2012
- ❖ Página Web Bolsa de Valores de Colombia. www.bvc.com.co
- ❖ Página Web Banco de la República de Colombia. www.banrep.gov.co
- ❖ Página Web Departamento Administrativo Nacional de Estadística de Colombia. www.dane.gov.co
- ❖ Página Web Grupo Éxito Colombia. www.grupoexito.com.co
- ❖ Página Web Bancolombia. www.grupobancolombia.com
- ❖ Página Web Superintendencia de Sociedades de Colombia. www.supersociedades.gov.co
- ❖ Página Web Superintendencia Financiera de Colombia. www.superfinanciera.gov.co
- ❖ Página Web Federación Nacional de Comerciantes FENALCO. www.fenalco.com.co

Anexo N° 1

ANEXO N° 1: Composición Colcap 2T 2015

Posicion	NEMOTECNICO	EMPRESA	COMPOSICION COLCAP
1	PFBCOLOM	BANCOLOMBIA S.A.	13,17%
2	ECOPETROL	ECOPETROL S.A.	11,47%
3	GRUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	9,85%
4	NUTRESA	GRUPO NUTRESA S.A.	6,53%
5	GRUPOARGOS	GRUPO ARGOS S.A.	6,03%
6	BCOLOMBIA	BANCO DE COLOMBIA	5,70%
7	PFAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	5,01%
8	EXITO	ALMACENES EXITOS S.A.	4,58%
9	CEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	4,38%
10	PFGRUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA PF	3,88%
11	CORFICOLCF	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	3,52%
12	ISA	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P	3,41%
13	PFGRUPOARG	GRUPO ARGOS PF	3,09%
14	ISAGEN	ISAGEN S.A.	2,85%
15	PFDVVNDA	BANCO DAVIVIENDA S.A.	2,78%
16	BOGOTA	BANCO DE BOGOTA S.A.	2,69%
17	EEB	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P	2,54%
18	CLH	CEMEX LATAM HOLDING	2,14%
19	CELSIA	CELSIA S.A. E.S.P	2,07%
20	PFCEMARGOS	CEMENTOS ARGOS PF	1,98%
21	PFAVH	AVIANCA HOLDINGS S.A.	1,44%
22	CNEC	CANACOL ENERGY LTD	0,34%
23	PREC	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	0,31%
24	BVC	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA	0,27%
			100,00%



Anexo N°2

Anexo 2 : Transacciones primer mes de negociación Bono Almacenes Éxito S.A (Ex Carulla Vivero)

Cantidad	Emisor	Nemotecnico	Fecha Ultima Operacion	Ultima Tasa	Ultimo Precio Sucu	Volumen
112.650.000.000	EXI	BCRL0059V	05-05-2005	12,89	100	112.655.351.000
1.132.000.000	EXI	BCRL0059V	10-05-2005	12,50	102,2399979	1.136.556.800
128.000.000	EXI	BCRL0059V	11-05-2005	12,95	99,86599731	128.493.200
6.040.000.000	EXI	BCRL0059V	12-05-2005	12,89	100,2440033	6.057.909.200
5.500.000.000	EXI	BCRL0059V	13-05-2005	12,78	100,814003	5.547.060.000
330.000.000	EXI	BCRL0059V	16-05-2005	12,40	102,9440002	336.956.800
2.900.000.000	EXI	BCRL0059V	17-05-2005	12,50	102,4710007	2.944.294.000
1.320.000.000	EXI	BCRL0059V	18-05-2005	12,68	101,538002	1.334.107.700
2.460.000.000	EXI	BCRL0059V	19-05-2005	12,10	104,6849976	2.528.234.800
1.160.000.000	EXI	BCRL0059V	20-05-2005	12,47	102,7200012	1.191.730.000
100.000.000	EXI	BCRL0059V	23-05-2005	12,47	102,8190002	102.819.000
50.000.000	EXI	BCRL0059V	24-05-2005	12,49	102,7779999	51.389.000
700.000.000	EXI	BCRL0059V	25-05-2005	12,40	103,2740021	719.951.400
230.000.000	EXI	BCRL0059V	26-05-2005	12,36	103,4899979	237.940.600
1.370.000.000	EXI	BCRL0059V	27-05-2005	12,66	101,9169998	1.406.236.500
50.700.000.000	EXI	BCRL0059V	31-05-2005	12,72	100,8669968	51.158.771.500

Anexo N°3

Anexo N° 3: Detalle deuda financiera de la Empresa

BONOS

(Cifras en Millones de Pesos Colombianos)

Fecha Emisión	Valor	Vencimiento	Plazo	Interés
26-04-2006	74.650	26-04-2013	7 Años	IPC +5,45% Sv
05-05-2005	150.000	05-05-2015	10 Años	IPC +7,5%
31-12-2011		224.650		
	corto plazo	74.650		
	largo plazo	150.000		
31-12-2012		224.650		
	largo plazo	150.000		
31-12-2013		150.000		
	corto plazo	150.000		
31-12-2014		150.000		

Deuda Financiera no Bono

(Cifras en Millones de Pesos Colombianos)

	2011	2012	2013	2014	2015	2015 L/P
	Valor Libro	Valor Libro	Valor Libro	Valor Libro	Valor Libro	Valor Libro
Deuda Corto Plazo						
Deudas por arrendamiento Leasing	-	-	-	46	2.589	17.610
Opción de venta ("PUT option")	-	-	-	-	245.593	-
Sobregiro	-	-	95.150	-	-	-
Tarjetas de crédito	105	15	45	73	21	-
Cartas de Crédito	3.072	2.707	7.130	1.725	6.304	-
Obligaciones financieras	-	-	-	-	28	-
Préstamo Monex	69.937	-	-	-	-	-
Cobertura, Swap y Fwd	(84)	-	-	-	-	-
Totales	73.114	2.722	102.325	1.844	8.942	17.610

Anexo N°4

ESTIMACION ESTRUCTURA DE CAPITAL

- a) Calcular la razón de endeudamiento de la empresa (B/V) para cada año. Suponga deuda financiera igual a deuda de mercado.

	2011	2012	2013	2014	2015
B	\$297.764	\$227.372	\$252.325	\$151.844	\$26.552
V	\$ 11.693.770	\$ 16.117.325	\$ 13.680.454	\$ 13.221.890	\$ 10.196.122
Razón B/V	0,025	0,014	0,018	0,011	0,003

Estadística

Min	0,003
Máx	0,025
Mediana	0,014
Desv. Estándar	0,008

- b) Calcular la razón patrimonio a valor de empresa (P/V) para cada año.

	2011	2012	2013	2014	2015
P	\$11.396.006	\$15.889.953	\$13.428.129	\$13.070.046	\$10.169.570
V	\$ 11.693.770	\$ 16.117.325	\$ 13.680.454	\$ 13.221.890	\$ 10.196.122
Razón P/V	0,975	0,986	0,982	0,989	0,997

Estadística

Min	0,975
Máx	0,997
Mediana	0,986
Desv. Estándar	0,008

- c) Calcular la razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P) para cada año.

	2011	2012	2013	2014	2015
B	\$297.764	\$227.372	\$252.325	\$151.844	\$26.552
P	\$ 11.396.006	\$ 15.889.953	\$ 13.428.129	\$ 13.070.046	\$ 10.169.570
Razón B/P	0,026	0,014	0,019	0,012	0,003

Estadística

Min	0,003
Máx	0,026
Mediana	0,014
Desv. Estándar	0,009

Estructura de Capital Objetivo

	2011	2012	2013	2014	2015*	Promedio
B/V	2,55%	1,41%	1,84%	1,15%	0,26%	1,44%
P/V	97,45%	98,59%	98,16%	98,85%	99,74%	98,56%
B/P	0,026	0,014	0,019	0,012	0,003	1,47%

Propuesta Estructura Capital Objetivo	
B/V	0,014
P/V	0,986
B/P	0,015

Estructura actual	
B/V	0,011
P/V	0,989
B/P	0,012

Anexo N°5

Estimación Beta Patrimonial

Resumen

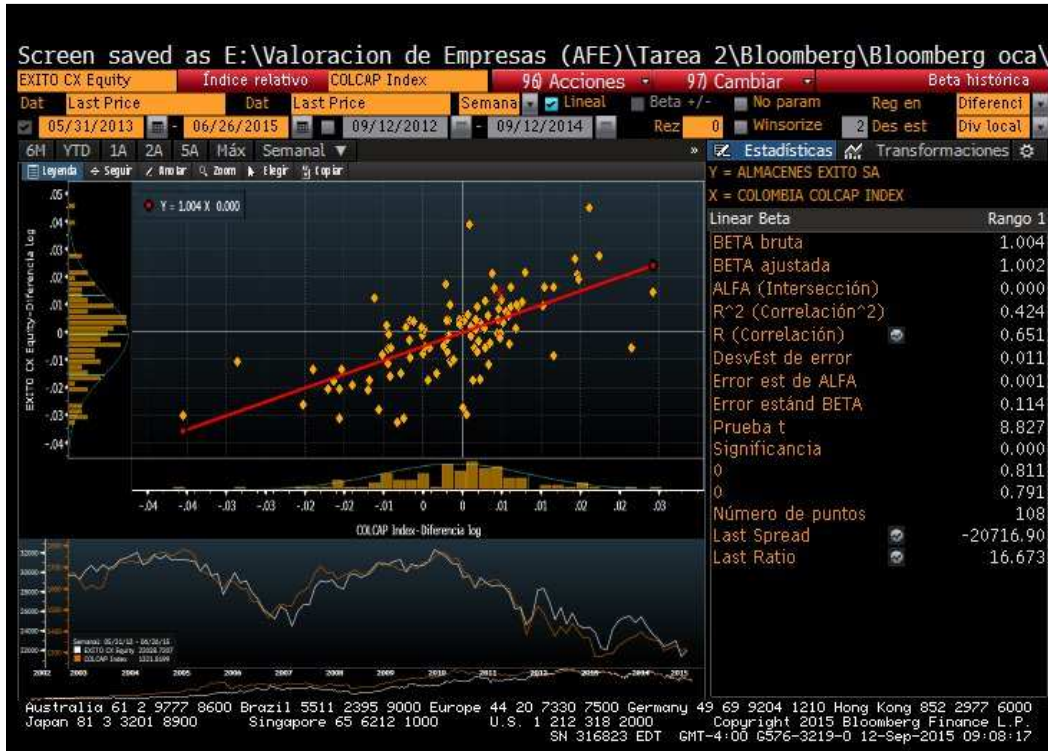
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,652116062
Coefficiente de determinación R ²	0,425255358
R ² ajustado	0,419675313
Error típico	0,0256615
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,050185257	0,050185257	76,21002201	4,87166E-14
Residuos	103	0,067826794	0,000658513		
Total	104	0,118012051			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>
Intercepción	-0,000976184	0,002516955	-0,387843234	0,698932419	-0,005967969
Variable X1	0,997580612	0,11427256	8,729835165	4,87166E-14	0,770947947

Comparación Bloomberg



Anexo N°6

Estado de Flujo Efectivo y Balance General

EFFECTIVO RECIBIDO POR VENTA DE BIENES, SERVICIOS Y OTROS:	2011	2012	2013	2014
Bienes, servicios y otros	9.974.407	11.244.574	11.849.206	12.601.113
Pagado a proveedores	(7.239.996)	(8.187.661)	(8.662.887)	(9.126.924)
Pagado por sueldos, salarios y prestaciones sociales	(675.585)	(878.257)	(910.121)	(933.628)
Pagado por gastos de administración	(79.055)	(91.537)	(78.728)	(126.099)
Pagado por gastos de ventas	(806.186)	(935.791)	(966.278)	(1.057.548)
Pagado por impuesto a las ventas	(178.386)	(143.732)	(183.952)	(146.003)
Pagado por impuesto de renta	(105.645)	(121.351)	(140.451)	(164.622)
TOTAL EFECTIVO GENERADO POR LA OPERACIÓN	889.554	886.245	906.789	1.046.289
Adquisición de propiedades, planta y equipo, neto	(202.066)	(262.331)	(335.696)	(198.475)
Adquisición de cargos diferidos	(84.389)	(100.788)	(87.044)	(92.833)
Ingreso por venta de propiedades, planta y equipo, neto	56.612	54.042	15.463	47.255
Adquisición de inversiones	(433.179)	(45.203)	(16.397)	(13.079)
Adquisición de intangibles	(1.045.821)	(63.879)	(63.346)	(214.428)
Ingreso por venta de intangibles	348	4.500	15.860	4.600
Ingreso por venta de diferidos largo plazo	00	00	1.029	2.925
SUBTOTAL EFECTIVO NETO USADO EN BIENES DE CAPITAL	(1.708.495)	(413.659)	(470.131)	(464.035)
Compras de inversiones negociables	(423.340)	(131.362)	(46.864)	(442.677)
Ingreso por venta de inversiones permanentes	107.700	00	00	00
Intereses recibidos	72.204	150.689	157.852	184.963
Dividendos y participaciones recibidas	933	534	12	00
Anticipos utilidades fideicomisos	00	2.306	3.998	11.225
SUBTOTAL EFECTIVO NETO GENERADO POR (USADO EN) OTRAS INVERS	(242.503)	22.167	114.998	(246.489)
TOTAL EFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	(1.950.998)	(391.492)	(355.133)	(710.524)
Préstamos recibidos	2.319.697	185.312	105.242	8.164
Pago de cuotas de capital préstamos	(2.539.022)	(244.284)	(5.775)	(108.644)
Dividendos decretados y pagados	(119.814)	(146.016)	(226.553)	(237.556)
Emisión de acciones	2.553.877	00	00	08
Intereses pagados por préstamos y bonos	(137.741)	(70.907)	(81.074)	(82.227)
Cancelación de bonos y papeles comerciales	(30.350)	00	(74.650)	00
TOTAL EFECTIVO NETO (USADO EN) GENERADO POR ACTIVIDADES DE FI	2.046.647	(275.895)	(282.810)	(420.255)
Ingresos de efectivo por otros conceptos	14.534	4.236	8.915	34.079
Salida de efectivo por pago de impuesto al patrimonio	(50.937)	(53.858)	(50.362)	(48.766)
Salida de efectivo por otros conceptos	(48.626)	(66.616)	(45.270)	(78.600)
Ingreso de efectivo de la filial Spice Investments Mercosur S.A.	69.462	00	23	00
Efecto conversión cuentas operacionales con la filial Spice Investments	1.579	950	(851)	(3.832)
TOTAL EFECTIVO NETO USADO EN OTROS CONCEPTOS	(13.988)	(115.288)	(87.545)	(97.119)
TOTAL AUMENTO NETO DE EFECTIVO	971.215	103.570	181.301	(181.609)
SALDO INICIAL DE EFECTIVO	516.325	1.487.540	1.591.110	1.772.411
SALDO FINAL DE EFECTIVO	1.487.540	1.591.110	1.772.411	1.590.802

CONCILIACIÓN DE LA UTILIDAD NETA CON EL EFECTIVO

GENERADO POR LA OPERACIÓN	2011	2012	2013	2014
UTILIDAD NETA DEL AÑO	389.455	475.305	438.407	458.865
Ajustes para reconciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto en las actividades de operación:				
Amortización corrección monetaria diferida	(317)	(557)	(318)	(318)
Depreciación de propiedades, planta y equipo, neto	213.342	226.986	230.057	236.732
Amortización de cargos diferidos	63.855	69.586	80.487	58.961
Amortización de intangibles	46.527	72.137	82.919	90.571
Amortización arrendamientos pagados por anticipado	169	(111)	536	350
Aumento de la amortización del cálculo actuarial	875	(1.083)	235	(635)
Ajuste gasto pagado por anticipado	(1.349)	00	00	00
Utilidad en venta de propiedades, planta y equipo, neto	(13.138)	(3.135)	(4.576)	(2.514)
Disminución de provisión para protección de inversiones, neto	(135)	(239)	2.805	7.100
Disminución de provisiones de propiedades, planta y equipo, neto	(2.599)	(288)	(2.705)	418
Ajuste por diferencia en cambio de inversiones en el exterior, neto	(25)	155	(149)	(2.288)
Pérdida de diferidos, propiedades, planta y equipo	00	00	00	1.300
Pérdida en venta de inversiones	995	00	00	00
Pérdida por retiro de activos fijos en proyectos cerrados y almacen	00	00	3.536	00
Pérdida por retiro de diferidos largo plazo	00	00	998	00
Perdida en retiro de inversiones	00	00	00	40
Utilidad en venta de intangibles	(297)	(2.069)	(6.137)	05
Utilidad en venta de inversiones	00	00	00	(8.836)
Variaciones en cuentas no operacionales	6.764	(53.447)	(43.836)	(33.041)
Provisión de intangibles	00	00	00	588
Utilidad en venta promoción inmobiliaria	00	00	00	(13.510)
Recuperación de otras provisiones	00	00	00	(10.761)
Gasto por regalías Tuya S.A.	00	00	13.355	15.002
Pérdida en venta y retiro de otros bienes	00	00	13.001	520
Gastos causados	482	9.608	00	00
Amortizaciones, bonificaciones e indemnizaciones	00	00	11.180	15.248
Costas y procesos judiciales	00	00	8.720	21.071
Provisión propiedades, planta y equipo	00	00	4.049	00
Costos de siniestros de mercancía	00	00	3.260	2.855
Otros gastos no operacionales	00	00	15.372	14.227
Donaciones	2.695	2.383	3.053	3.762
Gravamen a los movimientos financieros	19.326	11.435	11.876	14.519
Disminución en inventario	(54.456)	(111.635)	(32.666)	(253.173)
Aumento en proveedores	191.613	224.159	133.249	526.551
Obligaciones laborales	(7.664)	1.222	17.290	23.208
Intereses recibidos	(72.147)	(150.869)	(157.726)	(182.680)
Intereses pagados	137.954	70.796	79.710	82.477
Dividendos y participaciones recibidas	(933)	(535)	(12)	27
Impuesto al patrimonio	2.333	4.149	917	800
Impuestos por pagar	(33.144)	40.562	(255)	(20.712)
Interés minoritario	567	173	157	(440)
Otros menores	21	00	00	00
EFECTIVO NETO PROVISTO POR LAS OPERACIONES	889.554	886.245	906.789	1.046.289

Balance General

Valores expresado en millones de pesos colombianos)

Activo	2011	2012	2013	2014
ACTIVO CORRIENTE				
Disponible	1.487.540	1.591.110	1.772.411	1.590.802
Inversiones Negociables	786.142	916.067	981.754	1.423.355
Deudores, neto	327.700	359.780	417.807	447.973
Inventarios, neto	994.501	1.106.138	1.138.925	1.392.098
Diferidos, neto	51.401	45.037	42.225	70.581
TOTAL ACTIVO CORRIENTES	3.647.284	4.018.132	4.353.122	4.924.809
ACTIVO NO CORRIENTE				
Deudores, neto	37.401	40.775	62.061	44.307
Inversiones permanentes	84.154	124.956	137.408	161.939
Propiedades, Planta y equipo, neto	2.265.785	2.248.909	2.279.059	2.286.280
Intangibles, neto	2.099.133	2.105.218	2.102.250	2.260.305
Diferidos, neto	343.459	350.604	343.287	340.348
Otros Activos	285	285	285	285
Valorizaciones	1.330.894	1.433.123	1.507.869	1.565.483
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTES	6.161.111	6.303.870	6.432.219	6.658.947
TOTAL ACTIVO	9.808.395	10.322.002	10.785.341	11.583.756
CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS	4.512.978	4.594.827	6.200.321	8.416.975
Pasivo y Patrimonio de los Accionistas				
PASIVO CORRIENTE	2011	2012	2013	2014
Obligaciones Financieras	73.030	2.722	102.325	1.844
Proveedores	1.443.809	1.654.026	1.784.319	2.293.470
Cuentas por pagar	351.462	397.580	405.103	545.795
Impuestos , gravámenes y tasas	116.406	131.843	160.702	63.107
Obligaciones Laborales	84.575	86.394	102.709	132.385
Pasivos estimados y provisionados	44.182	45.017	58.990	66.875
Diferidos, neto	311	450	3.006	7.251
Bonos	-	74.650	-	150.000
Otros Pasivos	23.388	35.526	59.830	50.437
TOTAL PASIVO CORRIENTES	2.137.163	2.428.208	2.676.984	3.311.164
PASIVO CORRIENTE				
Impuestos , gravámenes y tasas	96.965,0	49.291,0	-	573,0
Obligaciones laborales	558,0	540,0	488,0	16.236,0
Pasivo estimado pensiones de jubilación	17.720,0	16.636,0	16.871,0	15.669,0
Bonos	224.650,0	150.000,0	150.000,0	-
Diferidos, neto	21.980,0	12.884,0	9.002,0	10.917,0
Otros Pasivos	62.118,0	58.986,0	56.886,0	54.786,0
TOTAL PASIVO NO CORRIENTES	423.991,0	288.337,0	233.247,0	98.181,0
INTERÉS MINORITARIO	9.517	13.678	14.480	15.354
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS	7.237.724	7.591.779	7.860.630	8.159.057
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS	9.808.395	10.322.002	10.785.341	11.583.756
CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS	4.512.978	4.594.827	6.200.321	8.416.975

Balance General Consolidado a junio 30 de 2015, bajo IFRS

	30-06-2015
ACTIVOS	11.479.436
Activo corriente	3.918.772
Caja y equivalentes de caja	1.931.075
Inventarios	1.319.642
CxC y Otras Cta x Cobrar	349.835
Cta x Cobrar partes relacionadas	41.139
Activos por Imptos Corrientes	270.291
Otros activos Financieros	6.790
Activos no corrientes	7.560.664
Activo intangible	3.285.492
Propiedad, planta y equipo	3.289.315
Propiedades de inversión	743.953
Inversiones en asociadas y joint ventures	7.827
Otros	234.077
PASIVOS	3.384.062
Pasivo corriente	3.195.254
Cuentas por pagar	2.449.606
Endeudamiento de corto plazo	254.535
Otros pasivos financieros	723
Otros	490.390
Pasivos no corrientes	188.808
Cuentas por pagar	-
Endeudamiento de largo plazo	17.610
Otros	171.198
Patrimonio	8.095.374
Interés minoritario en compañías consolidadas	467.924
Patrimonio de los accionistas	7.627.450