



VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A. (COLOMBIA)

Método de Múltiplos

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

Alumno: Adán Carroza Reyes
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin

Santiago, Julio 2017

1. Tabla de Contenido

2.	Resumen Ejecutivo.....	2
3.	Metodología.....	3
3.1	Principales Métodos de Valoración.....	3
3.2	Método de múltiplos.....	4
4.	Descripción de la Empresa e Industria.....	6
5.	Descripción del Financiamiento de la Empresa	21
6.	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	23
7.	Estimación del Costo de la Deuda, Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa.....	26
7.1	Costo de la Deuda (k_b).....	26
7.2	Beta de la Deuda (β_b).....	27
7.3	Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$).....	28
7.4	Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$).....	28
7.5	Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$).....	30
7.6	Costo Patrimonial (k_p).....	31
7.7	Costo de Capital (k_0).....	31
8.	Valoración de la Empresa por Múltiplos.....	32
9.	Conclusiones.....	38
10.	Anexos.....	39
14.1	Bibliografía y referencias utilizadas.....	39
14.2	Información de Respaldo.....	40

2. Resumen Ejecutivo

El presente documento contiene el desarrollo de la metodología a través de la cual fue valorada la empresa Almacenes Éxito S.A a septiembre de 2016. La metodología utilizada, es la valorización de empresas a través de Múltiplos, la cual determina un valor para la empresa, estableciendo la 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 objetivo de la aplicación de las mencionada metodología, es fundamentalmente, estimar el valor de la empresa a la fecha antes señalada, y con esto, determinar el precio que debería valer la acción de la compañía a esa fecha, para que éste sea comparado con el valor de la acción en el mercado, y así, verificar si la empresa se encuentra subvalorada o sobrevalorada por el mismo.

Durante el desarrollo de la valorización de Almacenes Éxito S.A., se abordan temáticas tales como descripción de la empresa y de la industria, descripción del financiamiento de la empresa, estructura de capital y estimación del costo patrimonial y costo de capital de la misma, entre otras.

3. Metodología

3.1 Principales Métodos 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 fondos¹. 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 comparables².

Nos concentraremos en adelante en el último método de valoración, es decir, en el método de múltiplos.

¹Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000.28p.

²Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

3.2 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

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

Múltiplos de Ganancias:

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

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

³Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales 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)

4. Descripción de la Empresa e Industria

Almacenes Éxito es la empresa líder en el mercado de supermercados e hipermercados de Colombia. Además, cuenta con operaciones en Brasil, Argentina y Uruguay.

La venta al detalle es el negocio principal del Grupo Éxito, representando la mayor parte de sus ingresos, proviniendo estos principalmente de ventas de electrodomésticos, de alimentos, textiles y mercancía en general. La estrategia del grupo es convertirse en un holding multi-nacional, multi-formato, multi-marca y multi-negocio abarcando la mayor cantidad de mercados y servicios.

A septiembre de 2016 Almacenes Éxito se mantiene como líder en Colombia con una participación de mercado de alrededor de un 40%. En total, Almacenes Éxito opera 2.518 almacenes que representan un total de 3.822.349 metros cuadrados, que incluyen todas las marcas que tiene el grupo en los 4 países en que opera.

Numero de Almacenes y área de ventas por país

Colombia

Marca	Almacenes	Área (m ²)
Éxito	254	621,278
Carulla	100	84,975
Surtimax	137	78,620
Super Inter	67	61,425
Total Colombia	558	846,298

Uruguay

Marca	Almacenes	Área (m ²)
Devoto	44	36,325
Disco	29	31,446
Geant	2	16,439
Total Uruguay	75	84,210

Brasil

Marca	Almacenes	Área (m ²)
Pao de Acucar	184	235,969
Extra hiper	134	788,893
Extra super	194	222,148
Minimercado Extra	208	53,231
Minuto Pao de Acucar	68	16,079
Assaí	100	396,862
Pontofrio	220	142,118
Casas Bahía	750	924,072
Total Brasil	1,858	2,779,372

Argentina

Marca	Almacenes	Área (m ²)
Libertad	15	110,594
Mini Libertad	12	1,875
Total Argentina	27	112,469

TOTAL	2,518	3,822,349
--------------	--------------	------------------

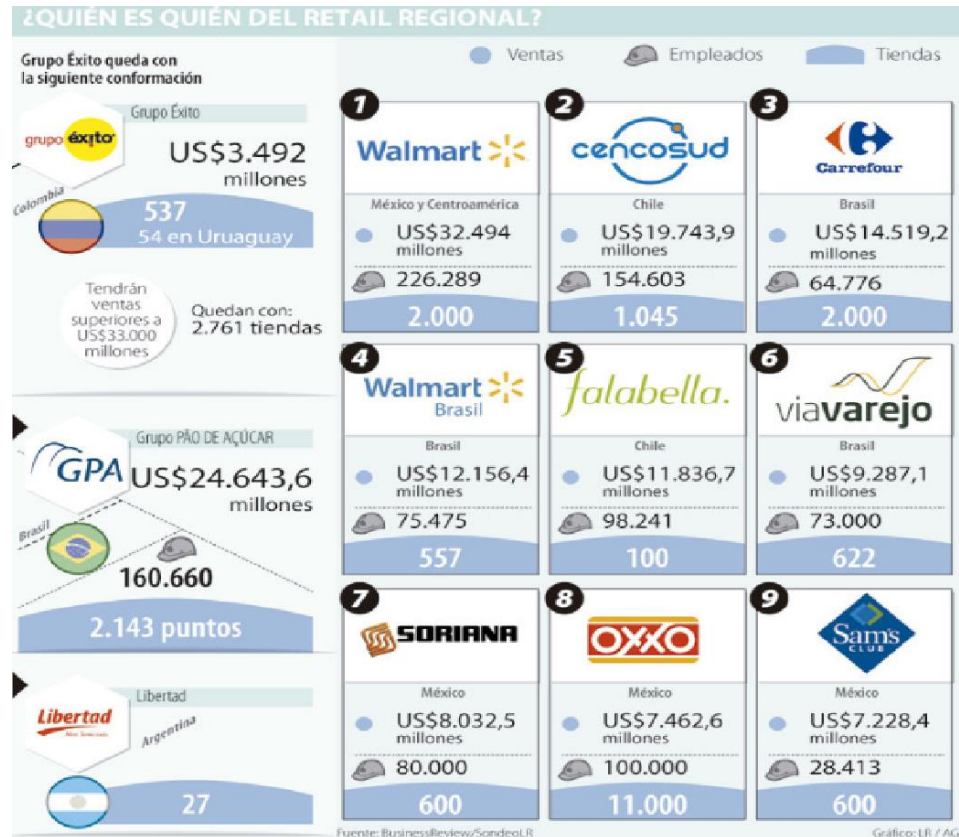
Considerando que el Almacenes Éxito participa en la Industria del comercio en 4 países de Sudamérica, se considerarán como competidores a empresas que participen en la misma Industria de estos países o en la mayoría de estos. En razón de lo anterior, se considerarán Cencosud y Falabella como competencia de Almacenes Éxito.

Cencosud es un gran conglomerado multi-nacional de comercio en América Latina que concentra sus actividades en Chile, Argentina, Brasil, Colombia y Perú, desarrollando una estrategia multi-marca y multi-formato, que considera rubros y productos similares a los ofrecidos por Almacenes Éxito.

Por su parte, Falabella realiza sus actividades a través de distintos rubros, entre los cuales se encuentra la venta por departamentos, supermercados y de mejoramiento del hogar, entre otras. Lo anterior, se desarrolla en Chile, Argentina, Colombia, Brasil y Perú, con lo cual abarca la mayoría de los países en los cuales tiene presencia Almacenes Éxito y al igual que esta última, mantiene una estrategia multi-nacional, multi-formato y multi-marca.

Si bien existen otros competidores fuertes en Colombia, estos no tienen mayor presencia internacional y no desarrollan estrategias tan parecidas como las empresas seleccionadas.

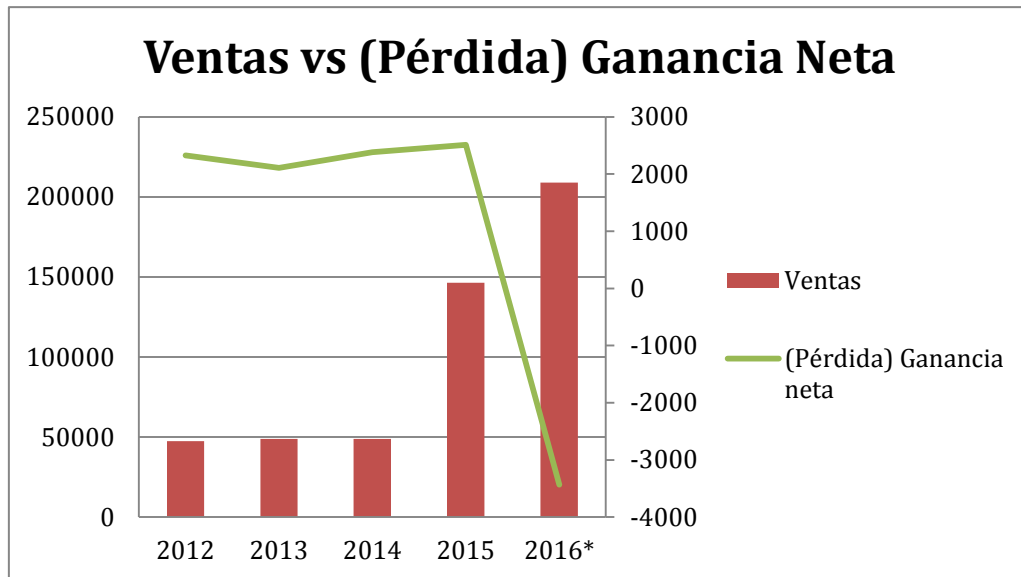
Cuadro: Composición del mercado Retail en Latinoamérica



Asimismo, al analizar la composición de la Industria Retail en Latinoamérica, se excluye como competidor a Walmart por abarcar muchos más mercados que Almacenes Éxito y a Carrefour por ser adquirida por Cencosud en Colombia, por lo cual no tiene participación en uno de los principales mercados en que participa Almacenes Éxito. Lo anterior, ratifica que las mejores opciones para considerar como competencia de Almacenes Éxito son Cencosud y Falabella.

Respecto de las ventas de Almacenes Éxito, cabe mencionar que estas han experimentado un crecimiento explosivo, derivado principalmente de la adquisición en septiembre de 2015 de la participación accionaria del 18,8% y 50% de las acciones de voto, consolidando el control de Grupo Pao de Azúcar (GPA) en Brasil, y el 100% de Libertad S.A. (Libertad) en Argentina.

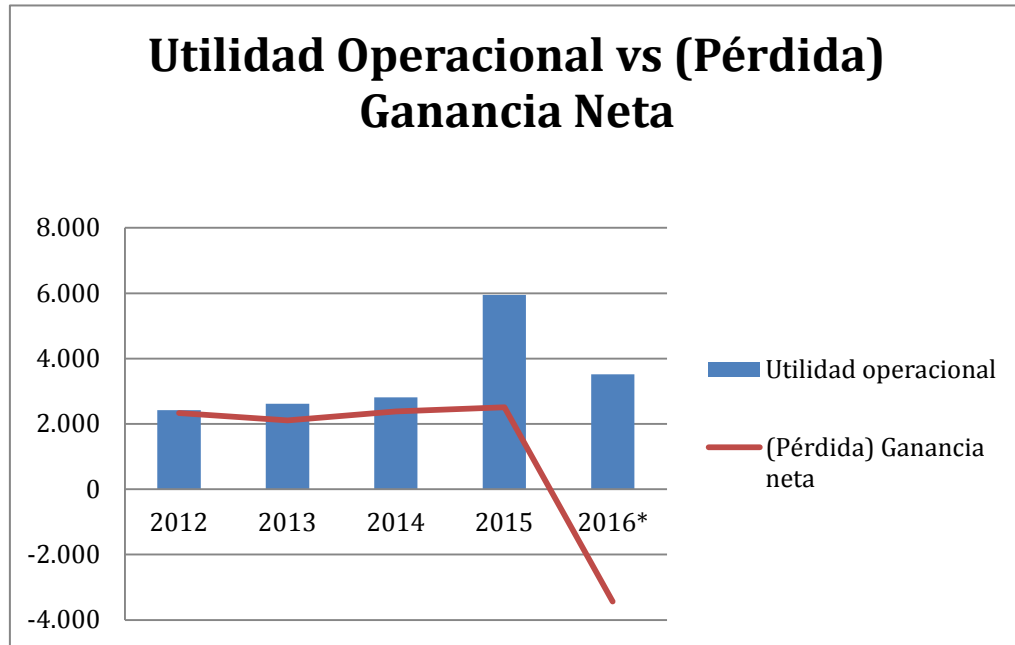
Gráfico: Evolución de Ventas y (Pérdida) Ganancia Neta (En millones de UVR)



A diferencia de las ventas, la utilidad neta se mantiene constante entre los años 2012 y 2015, no viéndose afectada por el aumento explosivo de las ventas después de la adquisición antes mencionada. Sin embargo, a septiembre de 2016 y a pesar de ser el período con mayores ventas de Almacenes Éxito, la empresa presenta pérdidas. Lo anterior, se explica por un aumento de los gastos en una proporción mayor al aumento experimentado en las ventas.

Al hacer la comparación entre la utilidad operacional y la utilidad neta, podemos ver que son las actividades no operacionales las que provocan la pérdida neta de Almacenes Éxito a septiembre de 2016, ya que si bien, la utilidad operacional baja en ese período debido al mayor aumento porcentual de los gastos en comparación con las ventas, son dichas actividades no operacionales las que finalmente provocan la pérdida.

Gráfico: Evolución de Utilidad Operacional y (Pérdida) Ganancia Neta (En millones de UVR)



Antecedentes de la Empresa

Cuadro: Antecedentes de la Empresa

	Observaciones
Razón Social	ALMACENES EXITO S.A.
Rut	890900608-9
Nemotécnico	ÉXITO
Industria	Comercial
Regulación	Control Exclusivo de la Superintendencia Financiera de Colombia

La acción ÉXITO tiene una presencia bursátil del 100%, por lo cual es una acción de alta liquidez y servirá para calcular de mejor manera el Beta de la acción, debido a que presenta una gran cantidad de transacciones diariamente, por lo mismo, es parte de los principales índices accionarios de Colombia, entre estos el Coleqty, que utilizaremos para calcular el Beta de la acción.

COLEQTY

El COLEQTY es un índice general que está compuesto por las 40 acciones con mejor función de selección de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante (capitalización ajustada) de cada una de las especies. El criterio de selección está basado en una función de selección, donde el volumen pesa el 80%, la frecuencia el 15% y la rotación el 5%. La canasta vigente del índice COLEQTY al 30 de septiembre de 2016 es el siguiente:

NEMOTÉCNICO	PARTICIPACIÓN
PFBCOLOM	10,311%
GRUPOSURA	9,216%
ECOPETROL	7,791%
NUTRESA	7,090%
GRUPOARGOS	6,298%
BCOLOMBIA	5,770%
CEMARGOS	5,387%
PFAVAL	5,313%
PFGRUPSURA	4,608%
ISA	4,670%
EEB	4,378%
PFGRUPOARG	3,690%
CORFICOLCF	3,776%
EXITO	2,855%
PFDAVVNDA	2,878%
BOGOTA	2,653%
PFCEMARGOS	2,531%
CLH	2,294%
CELSIA	1,662%
PROMIGAS	0,900%
PFAVH	0,905%
GRUPOAVAL	0,833%
OCCIDENTE	0,635%
TERPEL	0,495%
ODINSA	0,440%

CNEC	0,387%
PFCORFICOL	0,378%
CONCONCRET	0,326%
MINEROS	0,286%
GRUBOLIVAR	0,243%
ETB	0,222%
BVC	0,212%
ELCONDOR	0,177%
FABRICATO	0,090%
VALOREM	0,089%
BBVACOL	0,068%
PFCARPAK	0,054%
ENKA	0,053%
COLTEJER	0,031%
PAZRIO	0,004%

Este índice es el más parecido al IGPA de Chile y al igual que este último, es el que representa de mejor manera la heterogeneidad de los valores cotizados por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

A continuación se detallan las subsidiarias operativas colombianas y las principales subsidiarias operativas ubicadas en el exterior:

Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A.

Su objeto social consiste principalmente en adquirir, almacenar, transformar, confeccionar, vender y en general distribuir bajo cualquier modalidad toda clase de mercancías textiles de confección nacional o extranjera y adquirir, dar o tomar en arrendamiento bienes raíces con destino al establecimiento de almacenes, centros comerciales u otros sitios adecuados para la distribución de mercancías y la venta de bienes o servicios.

Almacenes Éxito Inversiones S.A.S.

Su objeto social consiste principalmente en a) Constituir, financiar, promover, invertir en la constitución de sociedades, empresas o negocios que tengan por objeto la producción o comercialización de bienes, de objetos, mercancías, artículos o la prestación de servicios de explotación de los establecimientos comerciales y vincularse a dichas empresas; y b) Promover, invertir individualmente o concurrir con otras personas a la prestación de redes, servicios y valores agregados de

telecomunicaciones, en especial, actividades permitidas en Colombia o en el exterior, de telecomunicaciones, telefonía móvil celular y servicios de valor agregado.

Éxito Viajes y Turismo S.A.S.

Su objeto social consiste principalmente en la explotación de las actividades relacionadas con el servicio de turismo, así como la representación turística y el establecimiento de agencias de viajes en cualquiera de sus modalidades y la promoción del turismo nacional e internacional.

Gemex O & W S.A.S.

Su objeto social consiste principalmente en la comercialización de todo tipo de productos y servicios a través de los canales de venta alternativos, tales como y sin limitarse al canal de venta directa o por catálogo, a través de páginas web o comercio electrónico, a través de máquinas dispensadoras, y en general a través de todos aquellos canales que se sirvan de tecnologías o métodos especiales de comercialización de bienes y servicios.

Logística, Transporte y Servicios Asociados S.A.S.

Su objeto social consiste principalmente en la prestación de los servicios de transporte de carga nacional e internacional, aérea, terrestre, marítima, fluvial, férrea y multimodal de todo tipo de mercancía en general.

CDiscount Colombia S.A.S

Su objeto social es principalmente lanzar y operar actividades de comercio electrónico en Colombia; Celebrar todo tipo de contratos incluyendo pero sin limitarse a, contrato de arrendamiento, distribución, operación, asociación, compraventa, asistencia técnica, suministro, inspección, control y servicios, para el adecuado desarrollo del objeto social; Prestar toda clase de servicios, incluyendo pero sin limitarse, de administración, asesoría, consultoría, técnicos, de presentación, para el adecuado desarrollo del objeto social; y Desarrollar cualquier actividad lícita.

Patrimonio Autónomo Viva Laureles

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial Viva Laureles, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Viva Sincelejo

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial Viva Sincelejo, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Viva Villavicencio

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial Viva Villavicencio, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo San Pedro Etapa I

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial San Pedro Plaza, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de

acuerdo con las instrucciones que para tal efecto impartan los fideicomitentes al administrador inmobiliario contratado; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial San Pedro Etapa II, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto impartan los fideicomitentes al administrador inmobiliario contratado; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Iwana

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial Iwana, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Barranquilla

Tiene por objeto social en la etapa de desarrollo recibir y mantener la titularidad jurídica del inmueble y de los que a futuro los Fideicomitentes instruyan o requieran aportar, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Palmas

Tiene por objeto social en la etapa de desarrollo recibir y mantener la titularidad jurídica del inmueble y de los que a futuro los Fideicomitentes instruyan o requieran aportar, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender las administración y operación del inmueble.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Wajjiira

Tiene por objeto social en la etapa de desarrollo recibir y mantener la titularidad jurídica del inmueble y de los que a futuro el Fideicomitente instruya o requiera aportar, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Companhia Brasileira de Distribuição - CBD.

Sociedad domiciliada en Brasil. Su objeto social principal es la venta de productos fabricados, semi-fabricados o materias primas brasileñas así como extranjeras, de cualquier tipo o especie, naturaleza o calidad, a condición de que la venta de estos productos no esté prohibida por la ley.

Libertad S.A.

Sociedad domiciliada en Argentina. Su objeto social consiste principalmente en la explotación de supermercados y almacenes mayoristas, realizando para ello todo tipo de operaciones afines y complementarias relacionadas con su objeto.

Supermercados Disco del Uruguay S.A.

Tiene por actividad principal la comercialización minorista en plaza de productos de consumo masivo a través de una cadena de supermercados ubicados en los departamentos de Montevideo, Canelones y Maldonado.

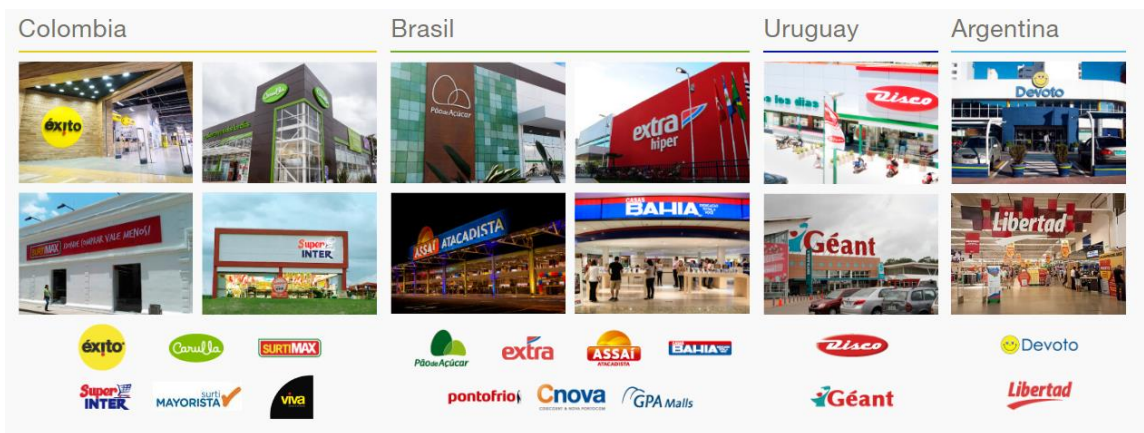
Devoto Hermanos S.A

Su actividad principal es la comercialización minorista en plaza de productos de consumo masivo a través de una cadena de supermercados ubicados en los departamentos de Montevideo, Canelones y Maldonado (Uruguay).

Mercados Devoto S.A.

Su actividad principal es la comercialización minorista en plaza de productos de consumo masivo a través de una cadena de supermercados ubicados en los departamentos de Montevideo, y Maldonado (Uruguay).

Cuadro: Resumen de Principales marcas de Almacenes Éxito por país.



Cuadro: 12 Mayores Accionistas

Nombre del Accionista	Acciones Ordinarias	% Participación
Geant International B.V.	187,689,792	41.93%
Geant Fonciere B.V.	47,725,428	10.66%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	21,039,559	4.70%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	19,079,642	4.26%
Bergsaar B.V.	12,130,44	2.71%
Jara Albarracín Manuel	9,712,599	2.17%
EXITO ADR Program	9,114,922	2.04%
Alianza Fiduciaria S.A. Fideicomiso ADM Sonnenblume	7,558,552	1.69%
Moreno Barbosa Jaime	6,702,864	1.50%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	6,425,423	1.44%
Fondo Bursatil Ishares COLCAP	5,287,908	1.18%

Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.	3,762,704	0.84%
--	-----------	-------

Antecedentes de la Competencia

Tal como se mencionó anteriormente en la industria retail de Latinoamérica los mayores competidores para Almacenes Éxito por países en los que participan, por tamaño, rubros y similitud de estrategias son Cencosud y Falabella. En razón de lo anterior, se detallaran los principales aspectos de dichas empresas.

Cuadro: Ficha de Cencosud

Nombre de la Empresa	Cencosud S.A.
Ticker o Nemotécnico	CENCOSUD
Clase de Acción	A
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	Cencosud S.A. es una de las principales y más prestigiosas Compañías en el mercado de Retail en Latino América, con presencia en los 5 mercados más desarrollados de la región y uno de los líderes en estrategia de retail integrado en multi-

	<p>formato y multi-marca. Con casa matriz en Chile, cuenta con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, además de una oficina comercial en Shanghai, dando empleo a más de 140.000 personas. A fin del año 2015 mantiene 944 supermercados, 95 tiendas de Mejoramiento del Hogar, 88 Tiendas por Departamento, 53 Centros Comerciales y una cartera de retail financiero que alcanza aproximadamente USD 1.8 MM en toda la región que, en conjunto ha incrementado la utilidad neta en más de un 21% desde el año 2014. En términos de participación en la región son una de las 3 mayores empresas en participación de mercado en cada uno de los negocios y países donde están localizados.</p>
<p>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</p>	<p>Retail</p>

Cuadro: Ficha de Falabella

<p>Nombre de la Empresa</p>	<p>S.A.C.I. FALABELLA</p>
<p>Ticker o Nemotécnico</p>	<p>FALABELLA</p>
<p>Clase de Acción</p>	<p>A</p>
<p>Derechos de cada Clase</p>	<p>Acciones comunes</p>
<p>Mercado donde Transa sus</p>	<p>Bolsa de Comercio de Santiago</p>

acciones	
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Falabella es uno de las principales compañías de retail de Latinoamérica. Con más de 125 años de trayectoria, cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil. El Grupo cuenta con cinco áreas de negocios principales: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria. En el negocio de las tiendas por departamento es uno de los líderes en todos los países en que tiene operaciones, también en mejoramiento del hogar, es uno de líderes en los mercados de Chile, Perú y Colombia. Además, es el principal emisor de tarjetas de crédito en Chile y Perú y el mayor operador de centros comerciales en ambos países.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail

5. Descripción del Financiamiento de la Empresa

Respecto al financiamiento de la empresa, se indagó en los Estados Financieros consolidados de Almacenes Éxito S.A. y se constató que ésta se financia a través de deuda y patrimonio. En relación a la deuda, a continuación se presenta un cuadro con el detalle del financiamiento de la sociedad a través de deuda financiera desde el año 2012 a septiembre de 2016:

CUENTAS	2012	2013	2014	2015	SEPT-16
Bonos Emitidos	224.650	150.000	152.441	744.330	807.730
Papeles Emitidos			0	0	457.475
Deuda Financiera No Bono	2.722	102.325	1.844	10.316.612	11.640.176
Deudas Por Arrendamiento Financiero	0	0	46	233.609	300.096
Sobregiro	0	95.150	0	0	0
Tarjetas De Crédito	15	45	73	0	0
Cartas De Crédito	2.707	7.130	1.725	8.726	0
Obligaciones Financieras	0	0	0	10.074.277	11.340.080
Total Deuda Financiera	227.372	252.325	154.285	11.060.942	12.905.381
UVR	204,20	207,84	215,03	228,27	242,97
Total Deuda Financiera MM UVR	1.113	1.214	717	48.456	53.115

Es relevante mencionar que a septiembre de 2016 Almacenes Éxito S.A. mantiene un bono vigente en el mercado brasileño, cuyas características principales se presentan a continuación:

	Observaciones	
Bono	CBRDA2 (Serie Única) (Emisión N°12)	
Nemotécnico	BRPCARDBS0A9	
Fecha de Emisión	12/09/2014 (Se comenzó a comercializar el 17/09/2014)	
Valor Nominal (VN o D)	1.000	
Moneda	R\$ (Reales)	
Tipo de Colocación	Extranjera	
Fecha de Vencimiento	12/09/2019	
Tipo de Bono	Francés	
Tasa Cupón (k_d)	107% de DI (Brazil Interbank Deposit Rate) (Tasa Flotante), últimos 2 años se agrega el 50% de amortización del VN. (Pagos 8 y 10)	
Periodicidad	6 meses	
Número de pagos (N)	10	
Tabla de Pagos	12-03-2015	57,728419
	14-09-2015	70,12072
	14-03-2016	72,1
	12-09-2016	73,3

	13-03-2017	107% de DI
	12-09-2017	107% de DI
	12-03-2018	107% de DI
	12-09-2018	107% de DI+50% de Amortización
	12-03-2019	107% de DI
	12-09-2019	107% de DI+50% de Amortización
Periodo de Gracia	No tiene periodo de gracia	
Motivo de la Emisión	Inversiones. (Fortalecer el capital de trabajo)	
Clasificación de Riesgo	brAA+ (Standard & Poor's)	
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,57%. Estimada con el precio de Venta.	
Precio de venta el día de la emisión.	1055,6522446301	
Valor de Mercado	Se transó sobre la par, el día de la emisión al precio indicado en el punto anterior.	

El bono descrito, fue emitido el 12 de septiembre de 2014 por Companhia Brasileira de Distribuição – CBD, la cual utiliza la emisión de bonos para fortalecer el capital de trabajo, mantener su estrategia de efectivo y alargamiento de su perfil de deuda e inversión. Este bono, fue incorporado en los Estados Financieros de Almacenes Éxito S.A., luego de la adquisición de la compañía Brasileña por parte de ésta, en septiembre de 2015.

6. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.

Se estimó la deuda financiera total de la sociedad en MM de UVR, desde el año 2012 a septiembre de 2016:

MM UVR	2012	2013	2014	2015	SEPT-2016
DEUDA FINANCIERA	1.113	1.214	717	48.456	53.115

Posteriormente con el precio de las acciones en todos los periodos antes señalados.

FECHA	PRECIO ACCIÓN
30-09-2016	14.700
31-12-2015	13.500
31-12-2014	29.200
31-12-2013	30.000
31-12-2012	35.500

Y las acciones en circulación en todos estos periodos.

ACCIONES EN CIRCULACIÓN	447.604.316
--------------------------------	-------------

Calculamos el patrimonio económico para cada año. Para lo anterior, se multiplicó el precio de la acción de cada periodo por el número de acciones en circulación.

PATRIMONIO ECONÓMICO EN PESOS COLOMBIANOS				
2012	2013	2014	2015	SEPT-2016
15.889.953.218.000	13.428.129.480.000	13.070.046.027.200	6.042.658.266.000	6.579.783.445.200

Asimismo, se presenta la UVR de cada uno de éstos periodos, para su posterior utilización para transformar las cifras nominales en reales.

FECHA	UVR
30-09-2016	242,97
31-12-2015	228,27
31-12-2014	215,03
31-12-2013	207,84
31-12-2012	204,20

El patrimonio económico antes señalado, se convirtió a UVR para tener una cifra real de éste:

PATRIMONIO ECONÓMICO EN UVR				
2012	2013	2014	2015	SEPT- 2016
77.814.989.875	64.608.603.909	60.781.497.690	26.471.724.803	27.080.674.855

Finalmente, para efectos de cálculos posteriores, se presenta el patrimonio económico en millones de UVR:

PATRIMONIO ECONÓMICO MM UVR				
2012	2013	2014	2015	SEPT-2016
77.815	64.609	60.781	26.472	27.081

Con los datos anteriormente expuestos, se estimó la estructura de capital histórica promedio de la empresa:

ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA						
	2012	2013	2014	2015	SEPT-2016	PROMEDIO
B/V	1,41%	1,84%	1,17%	64,67%	66,23%	27,06%
P/V	98,59%	98,16%	98,83%	35,33%	33,77%	72,94%
B/P	1,43%	1,88%	1,18%	183,05%	196,14%	37,11%

Ahora bien, adicionalmente, se calculará la estructura de capital promedio de los años 2014, 2015 y septiembre de 2016, toda vez que ésta será la estructura de capital de Almacenes Éxito S.A. utilizada para desapalancar el beta de la acción, teniendo en cuenta que el mismo, será calculado utilizando datos correspondientes a los tres periodos antes señalados:

ESTRUCTURA DE CAPITAL 3 PERIODOS				
	2014	2015	SEPT-2016	PROMEDIO
B/V	1,17%	64,67%	66,23%	44,02%
P/V	98,83%	35,33%	33,77%	55,98%

B/P	1,18%	183,05%	196,14%	78,64%
------------	-------	---------	---------	--------

Finalmente, en atención a que el año 2015, fue un año en que la sociedad fue objeto de cambios importantes, como lo son la adquisición del control de Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y de Libertad S.A, y además en dicho año se adoptaron las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), se propone una estructura de capital objetivo considerando el promedio del año 2015 y septiembre de 2016, toda vez que las cifras presentadas en los Estados Financieros referidos a dichos periodos, son muy distintas a los de años anteriores. De esta forma, tenemos la siguiente estructura de capital objetivo:

ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO			
	2015	SEPT-2016	PROMEDIO
B/V	64,67%	66,23%	65,45%
P/V	35,33%	33,77%	34,55%
B/P	183,05%	196,14%	189,44%

7. Estimación del Costo de la Deuda, Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa.

7.1 Costo de la Deuda (k_b)

Para determinar el costo de la deuda, se seleccionaron de los Estados Financieros de Almacenes Éxito S.A. al período terminado el 30 de septiembre de 2016, las cuentas de gastos financieros, que son exclusivamente asociadas a la deuda financiera de la sociedad en el mismo periodo, la cual es la deuda que paga intereses. Posteriormente, se calculó el cociente entre los gastos financieros antes señalados y la deuda financiera total al mismo período, toda vez que para la estimación del costo de la deuda se debe considerar el costo de oportunidad actual de la empresa.

SEPT-2016	
Denominación	Montos (MM UVR)
Gastos por intereses, préstamos y arrendamientos financieros	-5.145
Otros gastos financieros	-551
Total gastos financieros (asociados a la deuda financiera)	-5.697
Total deuda financiera	-53.115
Costo de la deuda	10,72%

Finalmente, el costo de la deuda estimado es 10,72%.

7.2 Beta de la Deuda (β_b)

La tasa de libre de riesgo que se utilizó fue la tasa de los bonos de la tesorería TES del Gobierno a 10 años (más largo plazo), la cual es 3,51% en UVR.

VARIABLE	TASA	COMENTARIO
PRM	10,13%	Dato entregado por la FEN
RF UVR	3,51%	Tasa Cero Cupón de TES en UVR

Utilizando CAPM se calculó el beta de la deuda:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

$$10,72\% = 3,51\% + \beta_{im} \times 10,13\%$$

$$\beta_{im} = 0,712$$

El beta de la deuda calculado a través de CAPM es 0,712.

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

Utilizando dos años de retornos semanales (aprox. 104 retornos), se estimaron mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$) los betas de la acción para los años 2012 al 2016 (al 30 de septiembre de cada año), obteniendo los siguientes resultados:

	2012	2013	2014	2015	SEPT-2016
BETA DE LA ACCIÓN	0,7	0,91	1,16	1,36	1,35
P-VALUE (SIGNIFICANCIA)	0	0	0	0	0
PRESENCIA BURSÁTIL (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Como se observa en el cuadro, el beta de la acción calculado a septiembre de 2016 es 1,35.

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

La estructura de capital utilizada para desapalancar el beta patrimonial con deuda antes calculado, fue la estructura promedio de los años 2014, 2015 y septiembre de 2016 de Almacenes Éxito S.A., la cual se resume en el siguiente cuadro:

	ESTRUCTURA DE CAPITAL 3 PERIODOS			
	2014	2015	SEPT-2016	PROMEDIO
B/V	1,17%	64,67%	66,23%	44,02%
P/V	98,83%	35,33%	33,77%	55,98%
B/P	1,18%	183,05%	196,14%	78,64%

Asimismo, en la fórmula antes señalada para desapalancar el beta patrimonial, se consideró el promedio de los impuestos de los periodos 2014, 2015 y septiembre de 2016 de Colombia y Brasil, es decir, la tasa efectiva promedio de impuesto en ambos países durante esos periodos, ya que las ventas de la empresa provienen en un 95% de estos países y en éstos se adquirió la deuda financiera en proporción aproximada de 50% en cada uno de ellos.

	2014	2015	SEPT-2016	PROMEDIO
TOTAL IMPUESTO A LAS EMPRESAS COLOMBIA	34%	40%	40%	36%
TOTAL A LAS EMPRESAS IMPUESTO BRASIL	34%	34%	34%	

Para desapalancar el beta patrimonial antes estimado, se utilizó la fórmula de Rubinstein, en consideración a que la deuda financiera de Almacenes Éxito se considera riesgosa:

$$\beta_p^{CD} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$1,14 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 36\%) * 78,64\%] - 0,712 * (1 - 36\%) * 78,64\%$$

$$\beta_p^{S/D} = 1,14$$

Finalmente, el beta patrimonial sin deuda, desapalancado según Rubinstein es 1,14.

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

Para apalancar el beta patrimonial sin deuda, calculado en el numeral anterior, se utilizó la estructura de capital objetivo de Almacenes Éxito S.A.:

ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO			
	2015	SEPT-2016	PROMEDIO
B/V	64,67%	66,23%	65,45%
P/V	35,33%	33,77%	34,55%
B/P	183,05%	196,14%	189,44%

Asimismo, se utilizó el promedio del impuesto proyectado hasta el año 2020, para Colombia y Brasil, es decir, el promedio de la tasa de impuesto a largo plazo de estos países, ya que las ventas de la empresa provienen en un 95% de ambos países y en éstos se adquirió la deuda financiera en proporción aproximada de 50% en cada uno de ellos:

	2016	2017	2018	2019	2020	PROM
IMPUESTOS COLOMBIA	40%	40%	37%	33%	33%	37%
IMPUESTOS BRASIL	34%	34%	34%	34%	34%	34%
					TOTAL	35%

A través de la fórmula de Rubinstein, se apalanca el beta patrimonial sin deuda:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,14 [1 + (1 - 35\%) * 189,44\%] - 0,712 * (1 - 35\%) * 189,44\%$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,66$$

Finalmente, el nuevo beta patrimonial con deuda, calculado a través de la fórmula de Rubinstein es 1,66.

7.6 Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM y considerando el beta patrimonial con deuda estimado en el numeral anterior, se calculó el costo patrimonial:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

$$E(ri) = 3,51\% + 1,66 \times 10,13\%$$

$$E(ri) = 20,32\%$$

La tasa de libre de riesgo que se utilizó fue la tasa de los bonos de la tesorería TES del Gobierno a 10 años (más largo plazo), la cual es 3,51% en UVR.

VARIABLE	TASA	COMENTARIO
PRM	10,13%	Dato entregado por la FEN
RF UVR	3,51%	Tasa Cero Cupón de TES en UVR

Finalmente, el costo patrimonial estimado equivale a 20,32%.

7.7 Costo de Capital (k_0)

Utilizando WACC calculamos el costo de capital:

$$K_0 = K_p [P/V] + K_b (1-T) [B/V]$$

$$K_0 = 20,32\% * [34,55\%] + 10,72\% * (1-35\%) * [65,45\%]$$

Finalmente, el costo de capital de Almacenes Éxito S.A. al 30 de septiembre de 2016 es 11,58%.

A continuación se presenta una tabla resumen, con los resultados de los cálculos anteriormente efectuados para determinar el costo de capital de la empresa:

COSTO DE LA DEUDA	10,72%
BETA DE LA DEUDA	0,712
B/P OBJETIVO	189,44%
BETA DE LA ACCIÓN CON DEUDA	1,35
B/P HISTÓRICO	78,64%
BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA	1,14
BETA PATRIMONIAL CON DEUDA APALANCADO	1,66
COSTO PATRIMONIAL	20,32%
B/V	65,45%
P/V	34,55%
COSTO DE CAPITAL	11,58%

8. Valoración de la Empresa por Múltiplos

Se valorizará Almacenes Éxito S.A. a través del método de múltiplos financieros. Para esto, se utilizarán las empresas que anteriormente definimos como competencia de

Almacenes Éxito, que debido a su carácter multi-nacional y a que actúan en mercados similares, son Cencosud y Falabella. El resumen de los múltiplos utilizados se encuentra a continuación:

Valores para los Competidores:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	EMPRESAS COMPARABLES	2015	SEPT-2016	PROMEDIO	PROMEDIO INDUSTRIA
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	CENCOSUD	26,33	13,44	19,885	19,7925
		FALABELLA	20,97	18,43	19,7	
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	CENCOSUD	21,67	12,84	17,255	20,38
		FALABELLA	22,73	24,28	23,505	
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	CENCOSUD	42,63	16,76	29,69	31,195
		FALABELLA	31,4	33,99	32,7	
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	CENCOSUD	0,92	1,43	1,17	2,06
		FALABELLA	2,87	3,03	2,95	
	VALUE TO BOOK RATIO	CENCOSUD	0,73	0,91	0,82	1,205
		FALABELLA	1,54	1,64	1,59	
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	CENCOSUD	0,48	0,75	0,62	1,22
		FALABELLA	1,76	1,89	1,82	
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	CENCOSUD	0,91	1,2	1,05	1,695
		FALABELLA	2,25	2,42	2,34	

Los indicadores necesarios para la estimación del valor de Almacenes Éxito son los siguientes:

Indicadores para la empresa:

ITEM CONTABLE	SEPT-2016
---------------	-----------

UTILIDAD POR ACCIÓN	445,5*
EBITDA	1.646.406
EBIT	854.263
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	18.600.273
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	58.404.685
VENTAS POR ACCIÓN	0,11339882
VENTAS	50.757.803

*Valor en Pesos Colombianos (el resto de los valores se encuentra en MM\$)

Con lo anterior, podemos utilizar el método de múltiplos para determinar el Valor de la empresa, el Patrimonio de ésta y el precio de la acción de Almacenes Éxito, obteniendo los siguientes resultados para cada múltiplo:

Valores de la empresa en base a múltiplos de la Competencia:

MÚLTIPLOS	PRECIO (PESOS COLOMBIANOS)
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	8.817,56
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	46.130,93
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	30.704,31
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	85.603,65
VALUE TO BOOK RATIO	120.167,60
PRICE TO SALES RATIO (PS)	138.346,57
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	163.378,95

*Valores en Pesos Colombianos (el resto de los valores se encuentra en MM\$)

En relación a los valores obtenidos, se destaca el precio de la acción obtenido a través del múltiplo de Precio-Utilidad (\$8.817), ya que si bien parece muy bajo en relación al

precio de la acción de Almacenes Éxito al 30 de septiembre de 2016 (\$14.700), este precio es el que más se acerca y además, para la industria retail, es el múltiplo más usado y que representa de mejor manera ese sector.

En atención a los resultados anteriores, es que decidimos realizar el mismo ejercicio desarrollado, pero esta vez utilizando un promedio de los múltiplos obtenidos para el sector retail en mercados emergentes calculados para los años 2015 y 2016 por el Profesor Damodaran. Dichos múltiplos son los siguientes:

MÚLTIPLOS	2015	SEPT-2016	PROMEDIO
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE) (Forward PE)	29,38	40	34,69
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11,85	11,19	11,52
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	23,64	26,32	24,98
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,03	1,74	1,885
VALUE TO BOOK RATIO	–	–	–
PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,93	0,81	0,87
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,19	1,14	1,165

Con los múltiplos antes expuestos y antecedentes de Almacenes Éxito ya presentados, se calculó el Valor de la empresa, el Patrimonio de ésta y el precio de la acción de Almacenes Éxito. Estos resultados son los que se presentan a continuación:

Valores de la empresa en base a múltiplos de Damodaran:

MÚLTIPLOS	PRECIO (PESOS COLOMBIANOS)
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	15.454,40
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	13.541,53
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	18.842,84
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	78.331,49

VALUE TO BOOK RATIO	–
PRICE TO SALES RATIO (PS)	98.656,98
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	103.277,58

*Valores en Pesos Colombianos (el resto de los valores se encuentra en MM\$)

Nuevamente destaca el valor obtenido del precio de la acción a través del múltiplo de Precio-Utilidad (\$15.454). Adicionalmente, se destaca el precio obtenido a través del múltiplo EV/EBITDA (\$13.542), que es un múltiplo muy utilizado para sector retail específicamente a la venta minorista de ropa, lo que representa una parte de las ventas de Almacenes Éxito.

Finalmente, si se consideran los precios de la acción obtenidos por el múltiplo de Precio-Utilidad, que representa de mejor manera a la industria retail, y el múltiplo EV/EBITDA, que es un múltiplo muy utilizado para sector retail específicamente a la venta minorista de ropa, ambos obtenidos con los múltiplos calculados por el Profesor Damodaran, y se calcula un promedio del precio de la acción, es decir, un promedio entre \$15.454,40 y \$13.541,53; se obtiene un precio de la acción para Almacenes Éxito de **\$14.498**; lo que representa un precio de la acción menor al de mercado.

La forma de cálculo de cada uno de múltiplos utilizados se encuentra en la siguiente tabla:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
------------------	-----------	------------

MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA*
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT**
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of Equity
	VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues

*EBITDA: Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

**EBIT: Earnings before Interest and Taxes.

9. Conclusiones

En el desarrollo de la valoración de Almacenes Éxito efectuado mediante el método de múltiplos financieros, se obtienen resultados que permiten concluir que la empresa se encuentra sobrevalorada por el mercado.

En atención a lo anterior, la recomendación más pertinente es la de vender la acción de esta empresa. Esto se sustenta en que el precio de la acción estimado al 30 de septiembre de 2016, a través del el método de múltiplos financieros, es igual a \$14.498 pesos colombianos, y el precio de cierre al cual se transó la acción en esa misma fecha en el mercado, fue de \$14.700 pesos colombianos. Cabe mencionar que el precio de mercado de la acción, desde el año 2012 hasta el año 2015, ha ido disminuyendo desde los \$35.500 pesos colombianos a los \$13.500 pesos colombianos, respectivamente. La mayor baja de la acción se presenta después de que Almacenes Éxito ingresa a Brasil y Argentina, que son dos países que presentan recesiones durante los últimos años y con múltiples problemas internos, lo que no pareciera cambiar en el corto plazo.

A través de la valorización de la empresa a través del método de múltiplos financieros, se obtiene un precio de la acción de \$14.498 pesos colombianos, lo que representa \$202 pesos colombianos menos que el precio de cierre de la acción de Almacenes Éxito en el mercado al 30 de septiembre de 2016, es decir, el precio estimado es un 1,37% menos del precio observado en el mercado.

Finalmente, podemos concluir que el precio de la acción de Almacenes Éxito al 30 de septiembre de 2016 en la bolsa de valores de Colombia, sería un precio sobrevalorado de acuerdo a lo determinado en el presente informe de valoración de empresa.

10. Anexos

14.1 Bibliografía y referencias utilizadas

- Maquieira, Carlos; Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica, Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010.
- Almacenes Éxito, Resultados financieros Consolidados, 3er trimestre 2016. Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Resultados financieros Consolidados, año 2015. Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2014, Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2013, Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2012, Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2011, Medellín, Colombia.
- Página Web de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales de Colombia. www.dian.gov.co
- Página Web de Receita Federal do Brasil. www.receita.fazenda.gov.br
- 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
- Principal referencia de trabajo apuntes de clases de Magister en Finanzas Evening, Universidad de Chile; en particular de las asignaturas Valorización de Empresas y Finanzas Corporativas.

14.2 Información de Respaldo

Regresiones para la estimación del Beta Patrimonial

Beta de la Acción 2012 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO
 Method: Least Squares
 Date: 01/09/17 Time: 22:18
 Sample: 10/04/2010 9/24/2012
 Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003758	0.002509	1.497805	0.1373
RENT_COLEQTY	0.703445	0.121974	5.767189	0.0000
R-squared	0.245899	Mean dependent var		0.003223
Adjusted R-squared	0.238506	S.D. dependent var		0.029300
S.E. of regression	0.025568	Akaike info criterion		-4.475916
Sum squared resid	0.066679	Schwarz criterion		-4.425062
Log likelihood	234.7476	Hannan-Quinn criter.		-4.455314
F-statistic	33.26047	Durbin-Watson stat		1.971683
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beta de la Acción 2013 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO
 Method: Least Squares
 Date: 01/09/17 Time: 23:14
 Sample: 10/03/2011 9/23/2013
 Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002819	0.002500	1.127619	0.2621
RENT_COLEQTY	0.911429	0.151130	6.030777	0.0000
R-squared	0.262847	Mean dependent var		0.003902
Adjusted R-squared	0.255620	S.D. dependent var		0.029476
S.E. of regression	0.025431	Akaike info criterion		-4.486622
Sum squared resid	0.065969	Schwarz criterion		-4.435768
Log likelihood	235.3043	Hannan-Quinn criter.		-4.466019
F-statistic	36.37027	Durbin-Watson stat		2.002131
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beta de la Acción 2014 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO

Method: Least Squares

Date: 01/09/17 Time: 23:23

Sample: 10/01/2012 9/22/2014

Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000450	0.002458	-0.182863	0.8553
RENT_COLEQTY	1.160203	0.152119	7.626931	0.0000
R-squared	0.363177	Mean dependent var		0.000653
Adjusted R-squared	0.356934	S.D. dependent var		0.031211
S.E. of regression	0.025028	Akaike info criterion		-4.518574
Sum squared resid	0.063895	Schwarz criterion		-4.467720
Log likelihood	236.9658	Hannan-Quinn criter.		-4.497971
F-statistic	58.17008	Durbin-Watson stat		2.361558
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beta de la Acción 2015 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO

Method: Least Squares

Date: 01/09/17 Time: 23:29

Sample: 9/30/2013 9/21/2015

Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004062	0.002987	-1.359921	0.1769
RENT_COLEQTY	1.365697	0.145261	9.401686	0.0000
R-squared	0.464262	Mean dependent var		-0.007611
Adjusted R-squared	0.459010	S.D. dependent var		0.041081
S.E. of regression	0.030216	Akaike info criterion		-4.141841
Sum squared resid	0.093127	Schwarz criterion		-4.090987
Log likelihood	217.3757	Hannan-Quinn criter.		-4.121239
F-statistic	88.39169	Durbin-Watson stat		2.147825
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beta de la Acción a septiembre 2016 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO

Method: Least Squares

Date: 01/09/17 Time: 23:36

Sample: 9/29/2014 9/26/2016

Included observations: 105

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003164	0.004431	-0.714136	0.4768
RENT_COLEQTY	1.359273	0.190819	7.123344	0.0000
R-squared	0.330047	Mean dependent var		-0.005292
Adjusted R-squared	0.323542	S.D. dependent var		0.055077
S.E. of regression	0.045299	Akaike info criterion		-3.332203
Sum squared resid	0.211355	Schwarz criterion		-3.281652
Log likelihood	176.9407	Hannan-Quinn criter.		-3.311719
F-statistic	50.74203	Durbin-Watson stat		2.217128
Prob(F-statistic)	0.000000			