



VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A. COLOMBIA
MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)

VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumnos:

Danilo Hernando Becker Galarce

Profesor Guía:

Mauricio Alejandro Jara Bertín

Santiago, Mayo del 2018

*Este trabajo está dedicado a mi Madre
Magaly, hermano Felipe y novia Paz, que sin su
apoyo y comprensión no hubiera logrado los
objetivos; mis tíos Nelson y Gastón, que en los
momentos de mayor duda me otorgaron consejos;
y a mi Padre, que siempre me acompaña en mis
metas personales.*

Danilo Becker Galarce

Tabla de contenido

1. Resumen ejecutivo.....	8
2. Metodología de valorización	10
2.1. Principales Métodos de Valoración	10
2.1.1. Modelo de descuento de dividendos.....	11
2.1.2. Método de Flujos de Caja Descontados	12
2.1.3. Método de múltiplos.....	14
3. Descripción de la Empresa e Industria	16
3.1. Ficha	16
3.2. Descripción del negocio	16
3.3. Unidades de Negocio	17
3.4. Filiales	19
3.5. Participación accionaria y número de acciones de los principales socios ...	28
3.6. Antecedentes de la Industria	28
4. Valoración de Almacenes Éxito	32
4.1. Estructura de capital Almacenes Éxito	32
4.1.1. Deuda financiera de la Empresa	32
4.2. Costo de la deuda, patrimonial, y capital de Almacenes Éxito.....	35
4.2.1. Costo de la Deuda (kb)	35
4.2.2. Beta de la Deuda (βb)	36
4.2.3. Beta de la Acción ($\beta pc/d$).....	36
4.2.4. Beta Patrimonial sin deuda ($\beta ps/d$)	40
4.2.5. Beta Patrimonial con deuda ($\beta pc/d$)	42
4.2.6. Costo Patrimonial (kp).....	43
4.2.7. Costo de Capital ($k0$)	44
5. Proyección de Estado de resultados Almacenes Éxito.....	46
5.1. Proyección ingresos actividades ordinarias	46
5.2 Perspectiva económicas Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial.....	47
5.3. Evolución y Perspectiva por país Almacenes Éxito S.A	52
5.3.1. Brasil	52
5.3.2. Colombia	52
5.3.3. Uruguay	52

5.3.4. Argentina.....	53
5.4. Demanda estimada por trimestre Almacenes Éxito.....	54
5.5. Análisis de costos operacionales y gastos	56
5.6. Proyección de Flujo caja libre.....	60
5.7 Inversión de Reposición	61
5.8 Nuevas Inversiones en Activos Fijos	62
5.9. Inversión Capital de Trabajo (CTON).....	63
5.10. Aumento o disminuciones de capital de trabajo.....	66
5.11. Déficit o exceso de capital de trabajo	66
5.12. Valoración Económico de Grupo Éxito y su precio de acción	68
6. Conclusiones	73
7. Bibliografía.....	75
8. Anexos	77

Índice de ilustraciones

Ilustración 1. Accionistas Grupo Éxito	28
Ilustración 2. Premio riesgo de mercado y Tasa libre de Riesgo	36
Ilustración 3. Canasta renta variable COLQTY	38
Ilustración 4. Rentabilidad COLCAP - COLEQTY	39
Ilustración 5. Premio riesgo mercado y Tasa libre de riesgo	43
Ilustración 6. Crecimiento del PIB real según el Banco Mundial.....	49
Ilustración 7. Crecimiento del PIB real según FMI	50
Ilustración 8. Inflación y política monetaria de Sudamérica (FMI)	51

Índice de Tablas

Tabla 1. Deuda Financiera Almacenes Éxito S.A	33
Tabla 2. Patrimonio Económico Almacenes Éxito S.A	33
Tabla 3. Estructura Capital Histórico	34
Tabla 4. Estructura Capital Objetivo.....	34
Tabla 5. Costo de la deuda	35
Tabla 6. Beta de la acción y P-Value	40
Tabla 7. Estructura Capital Objetivo.....	40
Tabla 8. Tasas impositivas	41
Tabla 9. Estructura capital objetivo	42
Tabla 10. Tasa impositiva a largo a plazo	44
Tabla 11. Resumen.....	45
Tabla 12. Ingresos operacionales ordinarios	46
Tabla 13. Ingresos por país	47
Tabla 14. Expectativas de crecimiento por país.....	54
Tabla 15. Demanda histórica	54
Tabla 16. Variación porcentual histórica por trimestre	55
Tabla 17. Proyección ingresos ordinarios por país	55
Tabla 18. Costos operacionales.....	56
Tabla 19. Promedio aritmético costos operacionales	57
Tabla 20. Costos no operacionales	57
Tabla 21. Promedio aritmético Costos no operacionales	58
Tabla 22. Estados de resultados proyectados	59
Tabla 23. Flujo caja bruto	61
Tabla 24. Inversión de reposición.....	62
Tabla 25. Calculo gastos depreciación intangibles AF proyectados	62
Tabla 26. CAPEX.....	63
Tabla 27. Proyección CAPEX	63
Tabla 28. Capital detrabajo operacional neto	65
Tabla 29. Necesidades de capital de trabajo	65
Tabla 30. Aumento o Disminución Capital de Trabajo.....	66

Tabla 31. Exceso - Déficit Capital de trabajo	66
Tabla 32. Análisis de activos Almacenes Éxito S.A.....	67
Tabla 33. Activos Prescindibles.....	68
Tabla 34. Valorización Económica.....	68
Tabla 35. Crecimiento de perpetuidad	70
Tabla 36. Resumen	70
Tabla 37. Valor económico del patrimonio	71
Tabla 38. Valor de la acción	72

1. Resumen ejecutivo

Una pregunta que se realizan los empresarios e inversionistas es ¿Cuánto vale su empresa?, ¿Cuál es el valor razonable de la acción?, en busca de las respuestas a las interrogantes, el presente de análisis y valoración tratara de asimilar el precio de la acción a través de metodologías de valoración que se utilizan actualmente en el mercado y nos dará un proxy al precio de acción actual en el mercado. De los diferentes métodos de valoración ¿Cuál es el más apropiado a utilizar para valorizar la acción? (considerando su rubro, ingreso y estructura de capital).

Para responder esta pregunta, tenemos que estudiar qué métodos existen y como se podría adaptar de mejor forma a la empresa en que basamos nuestro análisis, por un lado existe el modelo de valor presente ajustado, el cual no es el más óptimo debido que se aplica en aquellos casos en los que no existe una estructura de capital, en una segunda instancia se encuentra el método de opciones reales, la cual asimila las opciones de inversión de una opción, pero la información que existe en los estados financieros no la hace viable, una tercera opción es el modelo de descuento de dividendos, utilizado principalmente en entidades financieras, lo cual no es el rubro principal de Almacenes Éxito.

Al descartar estos 3 métodos, ¿Cuál es la metodología que me permitirá poder generar una valoración lo más cercana al precio real?, para este caso y en la base de nuestro estudio, nos fundamentaremos en la metodología de Flujo de caja descontado y el de múltiplos o comparables, que si bien, podrían presentar ciertas deficiencias, como podría ocurrir con otras metodologías ya mencionadas, son las más apropiadas para determinar un valor cercano y razonable que se desea estimar.

Para realizar la valoración es necesario comprender en el entorno macroeconómico donde se desarrolla la empresa, la industria, sus competidores, los países donde

desarrolla sus principales actividades y cambios estructurales de capital entre otros, para poder comprender sus expectativas de rentabilidad, desempeño y financieras a futuro.

Esperamos que la información que otorgaremos a continuación sea de utilidad del lector para dar respuesta a las interrogantes planteadas y lo más importante poder conocer de una de las empresas más grandes de Sudamérica.

2. Metodología de valorización

2.1. 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.

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

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.

2.1.1. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

³Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

2.1.2. 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.⁴

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.

⁴AswathDamodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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.

2.1.3. 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 ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

⁵Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

3. Descripción de la Empresa e Industria

3.1. Ficha

	Observaciones
Razón Social	Almacenes ÉXITO S.A.
Rut	890900608-9
Nemotécnico	ÉXITO
Industria	RETAIL ⁶
Regulación	Control Exclusivo de la Superintendencia Financiera de Colombia

3.2. Descripción del negocio

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 2017 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.

⁶ Identificamos como Retail, dado que en Colombia se individualiza dentro de la industria “Tiendas de alimentos y fármacos”, lo que impide obtener comparables de otros países que encajen en este segmento.

3.3. Unidades de Negocio

Tarjetas Éxito



Tarjeta emitida por almacenes Éxito, la cual se posiciona como la tercera tarjeta con mayor transacción en el mercado colombiano, la cual permite al consumidor acceder a descuentos permanentes, hacer avances en efectivo y comprar en diferentes establecimientos comerciales.

Giros Éxito



Unidad de negocio que permite y facilita el envío y giro de dinero en forma local y al exterior de Colombia

Viva Malls



Empresa fundada para la construcción y administración de centros comerciales y galerías (la compañía cuenta con 17 galerías comerciales y 12 malls, lo que suman 4.500 locales).

Seguros Éxito



Empresa que ofrece una cartera de productos y servicios, los cuales permiten proteger su familia y patrimonio de una manera rápida, fácil y efectiva

Viajes Éxito



Empresa que trabaja como “agencia de viajes”, lo que permite competir en la industria, gracias a sus diversas alianzas nacionales e internacionales, lo que permite obtener precios competitivos de acuerdo al comportamiento del mercado del turismo.

Móvil Éxito



Dentro de la gama de negocios, Móvil Éxito, permite ofrecer servicio de telefonía, la cual presenta una oferta diferenciadora como la acumulación de puntos, recibir beneficios entre otros.

Multipago Éxito



Empresa que permite realizar pagos, giros, abonos y comprar a terceros en una sola locación

Todohogar y Colormix



Catálogo de marcas propias y exclusivas (textil), y productos de limpieza (aseo y artículos del hogar)

3.4. Filiales

Almacenes Éxito contiene las siguientes filiales:

Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A.

Fue constituida el 13 de julio de 1976, mediante escritura pública 1138 de la Notaría Séptima de Medellín. 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. El término de duración de la sociedad expira el 13 de julio de 2026.

Almacenes Éxito Inversiones S.A.S.

Fue constituida mediante documento privado el 27 de septiembre de 2010 y su término de duración es indefinido. Su objeto social consiste principalmente en: - Constituir, financiar, promover, invertir individualmente o concurrir con otras personas naturales o jurídicas a la constitución de sociedades, empresas o negocios que tengan por objeto la producción o comercialización de bienes, de objetos, mercancías, artículos o elementos o la prestación de servicios relacionados con la explotación de los establecimientos comerciales y vincularse a dichas empresas en calidad de asociada, mediante aportes en dinero, en bienes o en servicios.

Éxito Viajes y Turismo S.A.S.

Fue constituida el 30 de mayo de 2013, de acuerdo con las leyes colombianas. 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. El término de duración de la sociedad es indefinido.

Gemex O & W S.A.S.

Fue constituida el 12 de marzo de 2008. 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.

Fue constituida el 23 de mayo de 2014 de acuerdo con las leyes colombianas. 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. El término de duración de la sociedad es indefinido.

Cdiscount Colombia S.A.S.

Fue constituida mediante documento privado el 26 de junio de 2014. Su objeto social es principalmente es enlazar 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; y Prestar toda clase de servicios, incluyendo, pero sin limitarse, de administración, asesoría, consultoría, técnicos, de presentación, para el adecuado desarrollo del objeto social. Al 30 de septiembre de 2017, la subsidiaria acumula pérdidas por \$44,874 (31 de diciembre de 2016 - \$61,590) que disminuyen su patrimonio neto por debajo del 50% de su capital suscrito, dejándola en causal especial de disolución, según el artículo 457 del Código de Comercio. La administración de la subsidiaria adquirió el compromiso de tomar las medidas encaminadas a enervar esta situación. Como parte del compromiso adquirido, en la reunión ordinaria de la Asamblea de Accionistas del 16 de marzo de 2016, se aprobó una capitalización por \$51,000, la cual hizo que aumentara el capital suscrito y pagado (incluyendo la prima en colocación de acciones) de \$32,150 a \$83,150 y se aumentara el patrimonio a

\$33,852, con lo cual se enervó la causal de disolución. Ante esta situación, el patrimonio al 30 de septiembre de 2017 no es negativo. En la Asamblea extraordinaria de accionistas del 29 de junio de 2016, se aprobó el cese de las actividades de comercio electrónico, cómo parte del redireccionamiento estratégico de las operaciones de la subsidiaria. El 15 de julio de 2016, se informó al mercado el cese de sus operaciones de comercio electrónico y se iniciaron las siguientes actividades: (i) liquidación del personal vinculado laboralmente; (ii) suspensión de la página virtual; (iii) venta de mejoras y maquinaria y equipo de oficinas; (iv) retiro de los activos intangibles; (v) gestión de recuperación de cartera y análisis de castigo cartera; (vi) venta del inventario; (vii) donación a la Fundación Éxito del saldo restante del inventario que no se pudo vender; (viii) cancelación definitiva de los contratos de arrendamiento de las oficinas, y reembolso de aportes a los accionistas Cdiscount Francia S.A. y Cnova N.V. con lo que la Matriz se convirtió en su único accionista. A la fecha de presentación de estos estados financieros la subsidiaria se encuentra en un proceso de transición frente a su operación comercial y continúa atendiendo los temas referentes con liquidaciones de proveedores, reclamos y/o garantías a clientes. Adicionalmente y con el objetivo de seguir con el redireccionamiento planteado, la administración de la subsidiaria está revisando la incursión en nuevos negocios y la posible integración de otras actividades comerciales que ya son desarrolladas con éxito por algunas de las otras subsidiarias de su Matriz, buscando generar utilidades, maximizar la rentabilidad y lograr la solidez para estos nuevos negocios.

Patrimonio Autónomo Viva Laureles

Fue constituido el 31 de mayo del 2012 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo a través de Fiduciaria Bancolombia S.A. 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. El domicilio principal del centro comercial es el municipio de Medellín, Colombia, carrera 81 No. 37 - 100.

Patrimonio Autónomo Viva Sincelejo

Fue constituido el 8 de marzo del 2013 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo, a través Fiduciaria Bancolombia S.A. 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 las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman. El domicilio principal del centro comercial es el municipio de Sincelejo, Colombia, carrera 25 No. 23 - 49.

Patrimonio Autónomo Viva Villavicencio

Fue constituido el 1 abril del 2013 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo, a través de Fiduciaria Bancolombia S.A. 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 las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman. El domicilio principal del centro comercial es el municipio de Villavicencio, Colombia, calle 7A No. 45 - 185.

Patrimonio Autónomo San Pedro Etapa I

Fue constituido el 30 de junio del 2005 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo, a través de Fiduciaria Bancolombia S.A. 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. El domicilio principal del centro comercial es el municipio de Neiva, Colombia, carrera 8 entre calles 38 y 48.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial

Fue constituido el 1 de diciembre del 2010 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo, a través de Fiduciaria Bancolombia S.A. 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 las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman. El domicilio principal del centro comercial es el municipio de Neiva, Colombia, carrera 8 entre calles 38 y 48.

Patrimonio Autónomo Iwana

Fue constituido el 22 de diciembre del 2011 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo, a través Fiduciaria Bancolombia S.A. 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 las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman. El domicilio principal del centro comercial es el municipio de Barrancabermeja, Colombia, carrera 11 No. 50 - 19.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Barranquilla

Fue constituido el 23 de diciembre de 2014 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo a través de Fiduciaria Bancolombia S.A. 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. El domicilio principal del centro comercial es el municipio de Barranquilla, Colombia, Carrera 51 B 87 - 50.

Patrimonio Autónomo Viva Palmas

Fue constituido el 17 de abril de 2015 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo a través de Fiduciaria Bancolombia S.A. 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. El domicilio principal se encuentra en el área rural del municipio de Envigado, Colombia, con un área aproximada de 35.335,80 metros cuadrados.

Patrimonio Autónomo Viva Malls

Fue constituido el 15 de julio de 2016 mediante la escritura pública 679 de la Notaría 31 de Medellín bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo a través de Helm Fiduciaria S.A. El objeto social principal es la adquisición, directa o indirecta, de los derechos reales sobre activos inmobiliarios, principalmente galerías y centros comerciales, su desarrollo y el desarrollo de otros activos inmobiliarios, así como su explotación y operación. Dentro del objeto el patrimonio podrá arrendar a terceros o a

partes relacionadas los locales, concesionar los espacios que hacen parte de los activos inmobiliarios, realizar la explotación, el mercadeo, y el mantenimiento de estos, buscar su financiación y disponer de aquellos activos, así como todas las actividades conexas y necesarias para cumplir con los fines del negocio. Su domicilio principal se encuentra en Bogotá carrera 7 número 27 – 18 Piso 14.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Rioacha

Fue constituido el 4 de noviembre de 2015 bajo la figura jurídica de patrimonio autónomo a través de Fiduciaria Bancolombia S.A. 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, efectuarlos pagos que se requieran para atenderlas administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman. El domicilio principal del centro comercial es el municipio de Riohacha, Colombia, calle 15 No. 18 - 274.

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. El plazo de duración de la sociedad es indefinido.

Directamente o a través de sus subsidiarias (Grupo GPA) se dedica a la venta al por menor de alimentos, ropa, electrodomésticos, tecnología y otros productos a través de su cadena de hipermercados, supermercados, tiendas especializadas y tiendas por departamentos, principalmente bajo las marcas "Pão de Açúcar", "Minuto Pão de Açúcar", "Extra Hiper", "Extra Super", "Minimercado Extra", "Assai ", "Ponto Frio" y

"Casas Bahia", así como las plataformas de comercio electrónico "CasasBahia.com" , "Extra.com", "Pontofrio.com", "Barateiro.com", "Partiuviagens.com" y "Cdiscount.com" y la marca del centro comercial de barrio "Conviva".

La Matriz adquirió el 100% de la sociedad OnperInvestments 2015 S.L., la cual es propietaria indirecta del 18.71% del capital y del 49.97%, de los derechos de voto de Companhia Brasileira de Distribuição - CBD. El 1 de octubre de 2015, mediante reunión del directorio de C-latam S.A., subsidiaria de Companhia Brasileira de Distribuição - CBD, se decidió proceder a la suspensión de actividades, la disolución y liquidación, la venta de acciones o cualquier otro acto conexo de la misma, debido a su desarrollo y rendimiento. Los resultados de esta compañía no se clasificaron como una operación discontinuada dado que no se considera significativa para la Matriz.

Libertad S.A.

Sociedad domiciliada en Argentina. Fue constituida el 8 de julio de 1994, bajo el número de registro 618 en la Dirección de Inspección de Personas Jurídicas (DIPJ) de la República 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. El término de duración expira el 8 de julio de 2084. La Matriz adquirió el 100% de dicha sociedad a través de la subsidiaria OnperInvestments 2015 S.L.

Supermercados Disco del Uruguay S.A.

Sociedad domiciliada en Uruguay. 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.

Sociedad domiciliada en Uruguay. 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.

Mercados Devoto S.A.

Sociedad domiciliada en Uruguay. 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.

3.5. Participación accionaria y número de acciones de los principales socios

Ilustración 1. Accionistas Grupo Éxito

Accionistas	Nº Acciones	%
Geant International B.V.	187.689.792	41.93%
Geant Fonciere B.V.	47.725.428	10.66%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	24.368.315	5.44%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	18.145.251	4.05%
Bergsaar B.V.	12.130.244	2.71%
Jara Albarracín Manuel	11.964.467	2.67%
Moreno Barbosa Jaime	8.157.865	1.82%
Fondo Bursatil Ishares COLCAP	7.130.552	1.59%
Norges Bank	7.024.358	1.57%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderad	6.572.492	1.47%
Correa de Mejía Helena	6.232.500	1.39%
Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.	4.511.302	1.01%
Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund	4.105.794	0.92%
Lombard Odier Darier Hentsch Invest	3.380.000	0.76%
JP Morgan Whitefriars Inc	2.777.620	0.62%
Vanguard Total International Stock Index Fund	2.713.905	0.61%
Fondo de Pensiones Protección	2.676.005	0.60%
TIAA-CREF Funds - Emerging Markets Equit	2.647.300	0.59%
Fondo Bursatil Horizons Colombia Select de S&P	2.221.755	0.50%
Fondo de Pensiones Voluntarias Multifund Skandia	2.145.942	0.48%
FP Omnis Portfolio Investments ICVC-FP Omnis Eme	1.613.934	0.36%
Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa S.A.	1.603.000	0.36%
College Retirement Equities Fund	1.437.466	0.32%
Emerging Markets Core Equity Portfolio of DFA Inve	1.434.002	0.32%
Blu Fund Trading Partners LP	1.400.000	0.31%

3.6. Antecedentes de la Industria

Dada la envergadura de la empresa analizar, y los alcances latinoamericanos, las empresas comparables a utilizar serán, por su participación, tamaño rubros y similitud de estrategia, serian Cencosud⁷ y Falabella. Dado esto, se detallan las principales características de la empresa:

⁷ Del EBITDA total de CENCOSUD, el 48% pertenece a Supermercados (Memorias sept. 2017)

Detalle Cencosud:

Nombre de la Empresa	Cencosud S.A
Ticker o Nemo-técnico	CENCOSUD
Clase de Acción	A
Derechos de cada Clase	Acciones Comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago NYSE (CNCO)
Descripción de la Empresa (profile)	<p>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- 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</p>

	los negocios y países donde están localizados.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra	Supermercado (48%) ⁸ Centro Comercial (21%) Mejoramiento del Hogar (16%) Servicios Financieros (9%) Tiendas por departamento (6%)

Detalle Falabella

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. Falabella
Ticker o Nemo-técnico	FALABELLA
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)	Falabella es uno de las principales compañías de retail de Latinoamérica. Con más de 125 años de trayectoria, cuenta con operaciones en Chile, Perú,

⁸ Porcentaje en relación al EBITDA

	<p>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
Negocios en que se encuentra	<p> Tiendas por departamento (16%)⁹ Mejoramiento del Hogar (20%) Supermercado (9%) Promotora CMR (17%) Banco Falabella Chile (7%) Plaza Oeste (20%) Otros (12%) </p>

⁹ Porcentaje en relación al EBITDA

4. Valoración de Almacenes Éxito

4.1. Estructura de capital Almacenes Éxito

4.1.1. Deuda financiera de la Empresa

Al realizar el análisis en los estados de financieros pudimos individualizar la deuda financiera de la empresa, la cual se genera de acuerdo a las siguientes partidas (se considerará debido a que corresponde a obligaciones que generan intereses bancarios);

Préstamos bancarios: Obligaciones financieras contraídas en el año 2015, a través de la compañía Española OnperInvestment, con bancos nacionales por un monto de \$3.25 billones de pesos colombianos y con bancos del exterior USD por 400 millones, con el propósito de adquirir las operaciones de la Companhia Brasileira de Distribuição.

Bonos Emitidos: Títulos de deuda emitidos por la Companhia Brasileira de Distribuição con el fin de fortalecer el capital de trabajo, mantener su estrategia de efectivo (para sus operaciones diarias) y de alargamiento de su perfil de deuda / inversión.

Papeles Comerciales: Emisión de títulos de deuda por parte de la Companhia Brasileira de Distribuição.

A este segmento sumamos, sobregiros, Arrendamientos Financieros y Cartas de crédito.

Para tal análisis no se consideraron las siguientes partidas, dado que no se ajustan a la condición anteriormente mencionada, Opciones de venta (put options), venta de cartera, instrumentos financieros, recaudos recibidos por terceros (pagos recibidos por tarjeta de crédito Éxito y recaudos recibidos por subsidiaria Éxito viajes y Turismo SAS).

En base a lo analizado, el detalle de la deuda lo presentamos en el siguiente recuadro¹⁰;

Tabla 1. Deuda Financiera Almacenes Éxito S.A

Cuentas	2013	2014	2015	2016	sept. 2017
Bonos Emitidos	150.000	152.441	744.330	1.788.198	2.810.094
Arrendamiento Financiero (Corriente)	-	46	37.268	41.415	193.620
Prestamo Bancario (Corriente)	-	-	216.207	432.060	1.809.305
Sobregiro Bancario (Corriente)	95.150	-	-	-	75.422
Tarjeta de Credito (Corriente)	45	73	-	-	-
Cartas De Credito (Corriente)	6.614	1.725	8.726	10.105	20.553
Prestamos Moneda Extranjera (Corriente)	516	-	3.346.850	2.114.665	-
Papeles Emitidos	-	-	-	488.025	-
Prestamo Bancario (No Corriente)	-	-	2.486.352	2.174.968	4.001.971
Arrendamiento Financiero (No Corriente)	-	-	196.341	175.175	-
Prestamos Moneda Extranjera (No Corriente)	-	-	4.024.868	2.004.735	-
Instrumentos Financieros Derivados designados como intrumentos de cobertura (No Corriente)	-	-	-	-	95.500
Total Deuda Financiera (PCO)	252.325	154.285	11.060.942	9.229.346	9.006.465

Tabla 2. Patrimonio Económico Almacenes Éxito S.A

Fecha	\$ Acciones	Acciones en circulación	Patrimonio Economico (PCO)	Patrimonio Economico (PCO) MM
31-12-13	\$ 30.000	447.604.316	\$ 13.428.129.480.000	13.428.129
31-12-14	\$ 29.200	447.604.316	\$ 13.070.046.027.200	13.070.046
31-12-15	\$ 13.500	447.604.316	\$ 6.042.658.266.000	6.042.658
31-12-16	\$ 14.900	447.604.316	\$ 6.669.304.308.400	6.669.304
30-09-17	\$ 15.460	447.604.316	\$ 6.919.962.725.360	6.919.963

¹⁰ Datos obtenidos de los informes de gestión de Almacenes Exito S.A, 2013, 2014,2015, 2016 y septiembre 2017.

El valor de la empresa (V) es la sumatoria de la deuda financiera y el patrimonio económico, el cual resulta al multiplicar el valor de la acción por la cantidad de las acciones al 30 de septiembre del 2017 (dividimos por un millón para efectos de consistencia de datos).

Al calcular B/V (deuda financiera a valor de empresa obtuvimos la estructura capital histórico:

Tabla 3. Estructura Capital Histórico

Estructura Capital Historico					
	2013	2014	2015	2016	sept-17
B/V	1,84%	1,17%	64,67%	58,05%	56,55%
P/V	98,16%	98,83%	35,33%	41,95%	43,45%
B/P	1,88%	1,18%	183,05%	138,39%	130,15%

Finalmente, para el cálculo de nuestra estructura de capital objetivo debemos considerar que el año 2105, Almacenes Éxito S.A adquirió el control de la Companhia Brasileira de Distribuição – CBD y la libertad S.A, (por lo que su deuda financiera obtuvo un alza importante el 2015), además se adoptaron las normas internacionales de información Financieras (NIIF), consideraremos la estructura capital objetivo el promedio del 2015, 2016 y septiembre 2017, dado que las cifras presentadas en los Estados Financieros referidos a dichos periodos son constantes (en comparación años anteriores), así mismo, y tal como lo estudiamos en cátedras del programa¹¹:

Tabla 4. Estructura Capital Objetivo

Estructura Capital Objetivo				
	2015	2016	sept-17	Promedio
B/V	64,67%	58,05%	56,55%	59,76%
P/V	35,33%	41,95%	43,45%	40,24%
B/P	183,05%	138,39%	130,15%	148,49%

¹¹ Valorización de Empresas, profesor Carlos Maqueira

4.2. Costo de la deuda, patrimonial, y capital de Almacenes Éxito

4.2.1. Costo de la Deuda (k_b)

Para determinar el costo de la deuda, existen dos formas, por un lado, utilizamos la tasa de bonos adquiridos por la empresa (los cuales a la fecha no existe uno emitido), y, por otra parte, seleccionamos los estados financieros de Almacenes Éxito S.A, al finalizar el tercer trimestre del 2017 (30 de septiembre 2017), nos enfocamos en las cuentas asociadas a gastos financieros, que pagan exclusivamente intereses. Posteriormente calculamos el cociente entre los gastos financieros, antes señalados, y la deuda financiera total al mismo periodo, obteniendo:

Tabla 5. Costo de la deuda

	<u>Sept. 2017 (MM PCO)</u>
Gastos financieros por intereses, prestamos y arrendamientos financieros	- 730.807
Otros gastos financieros	- 79.982
Total Gastos financieros (asociados a la deuda financiera)	- 810.789
Deuda Financiera	- 9.006.465
Costo de la deuda	9,00%

El promedio del costo de la deuda estimado asciende a un **9,00%**; dado que es mayor que la tasa libre de riesgo, se considera como deuda riesgosa, por lo que resulta necesario estimar el Beta de la deuda utilizando el modelo CAPM

4.2.2. Beta de la Deuda (β_b)

La tasa libre de riesgo que utilizamos fue la tasa de los bonos de la tesorería (TES) del gobierno a 16 años, (a más largo plazo), la cual es 6,95% en PCO.

Ilustración 2. Premio riesgo de mercado y Tasa libre de Riesgo

Variable	Tasa	Observaciones
PRM	7,38%	PRM provistos por Damodaran, a Julio de 2017)
RF PCO	6,95%	Bono tesorería en Pesos Colombianos a 16 años

Utilizamos CAPM calculamos el beta de la deuda:

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

$$9,00\% = 6,95\% + \beta_{im} \times 7,38\%$$

$$\beta_{im} = 0,278$$

El beta de la de deuda (β_b) calculado a través de CAPM es de **0,278**

4.2.3. Beta de la Acción ($\beta_p^{c/d}$)

Para calcular el beta de la acción, debemos medir el grado de variabilidad de rentabilidad de la acción en relación a los beneficios de mercado, de esta forma podemos obtener un proxy del riesgo sistemático, y así, podremos individualizar la volatilidad de la acción (entre más volátil sea la acción, con respecto al índice de mercado, mayor será su riesgo mercado).

Para realizar la regresión, para el cálculo del beta de la acción, obtenemos los precios de acción¹², y de un índice bursátil de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Para

¹² Bloomberg (septiembre 2017)

individualizar el índice bursátil a utilizar, identificaremos los existentes en la bolsa de valores de mercados Colombia:

COLTES: Índice de renta fija, dirigido en títulos de deuda pública (por sus características se descarta para el cálculo del beta).

COLTES LP: Índice de renta fija (por sus características se descarta para el cálculo del beta).

COLTES CP: Índice de renta fija (por sus características se descarta para el cálculo del beta).

COLTES UVR: Índice de renta fija, en unidad valor real (por sus características se descarta para el cálculo del beta).

COLSC (*Small Cap. Colombia*): índice que agrupa las 15 acciones de empresas más pequeñas en capitalización bursátil (por sus características se descarta para el cálculo del beta).

COLIBR: Índice monetario que mide la inversión en la renta a la tasa IBR Overnight, la cual es publicada en el Banco República, lo que permite realizar seguimiento en el mercado monetario Colombiano (por sus características se descarta para el cálculo del beta).

COLCAP: Índice de renta variable que refleja las 20 acciones más líquidas de la bolsa, en que la participación de los títulos se determina en base en el valor de la capitalización bursátil ajustado

COLEQTY: Índice de renta variable que contiene las 40 acciones con mejor función de selección dentro de la bolsa, las cuales se seleccionan de acuerdo a 3 parámetros, volumen, frecuencia de negociación y rotación. La participación cada acción dentro de la canasta se determina por capitalización bursátil.

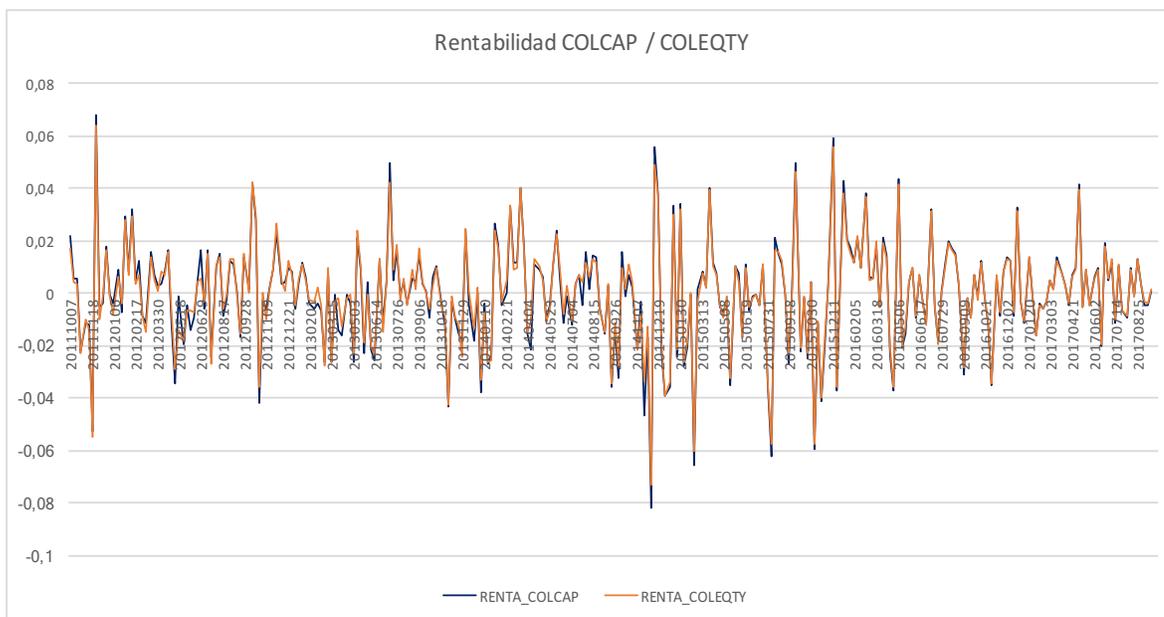
Ilustración 3. Canasta renta variable COLQTY

NEMOTÉCNICO	DESCRIPCIÓN	PONDERADOR	PRECIO HOY	PARTICIPACIÓN
GRUPOSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0.0027250041	31.000,000	8,754%
ECOPETROL	ECOPETROL S.A.	0.0245933595	3.390,000	8,640%
NUTRESA	GRUPO NUTRESA S.A.	0.0028644074	25.000,000	7,421%
GRUPOARGOS	GRUPO ARGOS S.A.	0.0038083127	18.680,000	7,372%
EXITO	ALMACENES EXITO S.A.	0.0020558025	27.000,000	5,752%
BCOLOMBIA	BANCOLOMBIA S.A.	0.0024703719	21.820,000	5,586%
PFBCELOM	BANCOLOMBIA S.A.	0.0022503604	22.800,000	5,317%
CEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0.0052131464	8.780,000	4,743%
PREC	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	0.0013455029	30.980,000	4,320%
ISA	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	0.0046514804	8.280,000	3,991%
CORFICOLCF	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	0.0009590823	37.500,000	3,727%
PFGRUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0.0010091890	31.600,000	3,305%
ISAGEN	ISAGEN S.A. E.S.P.	0.0097708995	3.240,000	3,281%
BOGOTA	BANCO DE BOGOTA S.A.	0.0004590933	68.780,000	3,272%
PFGRUPOARG	GRUPO ARGOS S.A.	0.0015907950	18.300,000	3,017%
PFDVVINDA	BANCO DAVIVIENDA S.A.	0.0011206364	21.960,000	2,550%
EEB	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	0.0169159562	1.400,000	2,454%
CELSIA	CELSIA S.A. E.S.P.	0.0046614605	5.010,000	2,420%
PFAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	0.0190324350	1.170,000	2,308%
CLH	CEMEX LATAM HOLDING	0.0015412334	14.260,000	2,278%
PFCMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0.0023310035	8.940,000	2,160%
OCCIDENTE	BANCO DE OCCIDENTE S.A.	0.0003566637	40.100,000	1,482%
GRUPOAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	0.0076496750	1.195,000	0,947%
CNEC	CANACOL ENERGY LTD	0.0005997939	11.920,000	0,741%
ODINSA	ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	0.0008420618	8.100,000	0,707%
MINEROS	MINEROS S.A.	0.0019507570	3.130,000	0,633%
PFAVH	AVIANCA HOLDINGS S.A.	0.0013535004	4.250,000	0,596%
CONCRET	CONSTRUCTORA CONCRETO S.A.	0.0031059853	1.400,000	0,451%
PFCORFICOL	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	0.0001192766	33.500,000	0,414%
BVC	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	0.1454403626	22,500	0,339%
ETB	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. E.S.P.	0.0050850588	437,000	0,230%
ELCONDOR	CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A.	0.0015780858	1.315,000	0,215%
TABLEMAC	TABLEMAC S.A.	0.1790104713	8,600	0,160%
FABRICATO	FABRICATO S.A.	0.0673801344	15,000	0,105%
PFCARPAK	CARVAJAL EMPAQUES S.A.	0.0003113579	3.100,000	0,100%
VALOREM	VALOREM S.A.	0.0033192396	280,000	0,096%
ENKA	ENKA DE COLOMBIA S.A.	0.0666615920	10,200	0,070%
COLTEJER	COLTEJER S.A.	0.0001772523	2.100,000	0,039%
PAZRIO	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A.	0.0057140000	12,000	0,007%

Para la elección del índice que me permitirá calcular el Beta de la Acción optamos por utilizar el COLEQTY, dado que contiene las 40 acciones más rentables y el peso de los parámetros son más incidentales (volumen, frecuencia de negociación y rotación) en la regresión para el cálculo del beta de la acción. Por otro lado, para justificar nuestra

decisión realizamos una regresión entre el COLCAP y COLEQTY obteniendo un 99,5% de correlación, lo cual queda demostrado en el siguiente grafico de rentabilidad:

Ilustración 4. Rentabilidad COLCAP - COLEQTY



Lo que permitiría elegir este índice sin que exista una mayor variabilidad en la rentabilidad.

Posteriormente calculamos los betas de la acción, los cuales corresponde al valor obtenido de la regresión econométrica de los precios accionarios de dos años en retornos semanales (aproximadamente 104 retornos) y mediante el modelo de retorno de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$), estimamos los betas de la acción para los años 2013 al 2017, (al 30 de septiembre de cada año), obteniendo los siguientes resultados¹³, obteniendo como resultado:

¹³ Cálculos obtenidos a través de Eviews y comprobado con regresión realizada en Excel, adjuntos en Anexo 3

Tabla 6. Beta de la acción y P-Value

	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	0,91	1,16	1,36	1,30	1,25
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Al analizar los datos obtenidos, podemos observar que el riesgo no diversificable de Almacenes Éxito, aumentaron el año 2015 y 2016, como resultado de la adquisición de filiales en Brasil, Uruguay y Argentina, ya en el 2017 plantea una baja en el Beta de la Acción obteniendo un **1,25**

4.2.4. Beta Patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$)

Para el cálculo de las betas patrimoniales sin deuda, utilizamos la fórmula de Rubenstein (1973), dado la empresa presenta un costo de deuda mayor que la tasa libre de riesgo, por ende, es considerada riesgosa:

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

La estructura de capital que utilizaremos es la estructura promedio de los años 2015, 2016 y septiembre del 2017 (mencionada con anterioridad):

Tabla 7. Estructura Capital Objetivo

Estructura Capital Objetivo				
	2015	2016	sept-17	Promedio
B/V	64,67%	58,05%	56,55%	59,76%
P/V	35,33%	41,95%	43,45%	40,24%
B/P	183,05%	138,39%	130,15%	148,49%

Otro parámetro que necesitaremos para el cálculo, corresponde a la tasa impositiva, la cual consideramos el promedio aritmético de los años 2015, 2016 y septiembre 2017, los cuales son más representativos después de la adquisición de las filiales en Brasil, Argentina y Uruguay, y que debiera mantener su estructura patrimonial durante los próximos años:

Tabla 8. Tasas impositivas

	2013	2014	2015	2016	sept.2017
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS E INTERSES MINORITARIO	549.696	691.783	1.268.082	380.270	480.125
PARTICIPACIÓN INTERES MINORITARIO	- 1.872	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS E INTERSES MINORITARIO	547.824	691.783	1.268.082	380.270	480.125
IMPUESTOS DE RENTA COMPLEMENTARIOS					
Corriente	- 47.685	-	-	-	-
Diferido	- 28.525	-	-	-	-
TOTAL IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIO	- 76.210	-	-	-	-
Corriente	- 37.722	-	-	-	-
Diferido	4.515	-	-	-	-
IMPUESTOS DE RENTA COMPLEMENTARIOS	- 33.207	-	-	-	-
TOTAL IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIO	- 109.417	- 179.750	- 387.683	- 167.814	- 134.286
UTILIDAD NETA	438.407	512.033	880.399	212.456	345.839
IMPUESTOS	19,97%	25,98%	30,57%	44,13%	27,97%
			PROMEDIO ARITMETICO		33,56%

Con anterioridad ya habíamos calculado el beta de la deuda y reemplazando los valores en la ecuación:

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

$$1,25 = \beta_p^{s/d} (1 + (1 - 33,56\%) \times 148,49\%) - 0,278 \times (1 - 33,56\%) \times 148,49\%$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,7675$$

4.2.5. Beta Patrimonial con deuda ($\beta_p^{c/d}$)

Para apalancar el beta patrimonial sin deuda, utilizamos nuevamente Rubenstein (1973), reemplazando en la siguiente ecuación:

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

Para la tasa impositiva, calculamos un promedio aritmético de Brasil y Colombia, dada la participación en los ingresos ordinarios obtenidas en dichos países (entre ambos suman el 93% de los ingresos, a septiembre del 2017)

Utilizamos la tasa impositiva ya calculada **33,56%**

Utilizamos la estructura capital objetivo (B/P)

Tabla 9. Estructura capital objetivo

	Estructura Capital Objetivo		
	2016	sept-17	Promedio
B/V	58,05%	56,55%	57,30%
P/V	41,95%	43,45%	42,70%
B/P	138,39%	130,15%	134,20%

Reemplazamos los valores en la ecuación:

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

$$\beta_p^{c/d} = 0,7675 \times (1 + (1 - 33,56\%) \times 134,20\%) - 0,278 \times (1 - 33,56\%) \times 134,20\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,204$$

4.2.6. Costo Patrimonial (k_p)

Para calcular la tasa de rendimiento requerido por los inversionistas debemos calcular el costo patrimonial a través del CAPM, usando el beta patrimonial que contiene la estructura objetivo de la empresa

Utilizamos CAPM, para la cual consideremos el premio por riesgo (provistos por Damodaran) y la tasa libre de riesgo, bono obtenido de la tesorería del Banco Colombiano, el cual es de mayor data (Almacenes Éxito no cuenta con bonos emitidos)

Ilustración 5. Premio riesgo mercado y Tasa libre de riesgo

Variable	Tasa	Observaciones
PRM	7,38%	PRM provistos por Damodaran, a Julio de 2017
RF PCO	6,95%	Bono tesorería en Pesos Colombianos a 16 años

Reemplazamos los datos en la formula

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

$$E(r_i) = 6,95\% + 1,2036 \times 7,38\%$$

$$E(r_i) = \mathbf{15,83\%}$$

4.2.7. Costo de Capital (k_0)

Utilizando fórmula del WACC, calculamos el costo capital de Almacenes Éxito S.A

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

Para este cálculo debemos proyectar la tasa impositiva, la cual consideramos la proyección de Brasil y Colombia, dado que son lo que representan el mayor ingreso ordinario de la compañía (93%).

Tabla 10. Tasa impositiva a largo a plazo

Tasa impositiva a largo plazo

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Colombia	33%	34%	40%	37%	33%	33%	35%	35%
Brasil	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
								35%

Reemplazamos lo valor en la ecuación:

$$k_0 = 15,83\% \times (42,70\%) + 9,00\% \times (1 - 35\%) \times (57,30\%)$$

$$k_0 = 10,14\%$$

Dado los valores obtenidos, presentamos tabla resumen con los resultados de los cálculos anteriormente efectuados, y que nos permitió determinar el costo capital de la empresa:

Tabla 11. Resumen

Resumen	
Costo de la deuda	9,00%
Beta de la deuda	0,278
B/P Objetivo	134,20%
Beta de la acción con deuda	1,25
B/P Historico	148,49%
Beta Patrimonial sin deuda	0,768
Beta Patrimnial con deuda apalancado	1,204
Costo Patrimonial	15,83%
B/V	57,30%
P/V	42,70%
Costo Capital	10,14%

5. Proyección de Estado de resultados Almacenes Éxito

5.1. Proyección ingresos actividades ordinarias

Obtenemos los ingresos ordinarios de almacenes éxitos desde el 01 de enero al 31 de diciembre de los años 2015 y 2016, y desde el 01 de Enero al 30 de septiembre del 2017. Dada los movimientos de estructura de capital y decisiones estratégicas financieras, omitiremos los años 2013 y 2014¹⁴, dado que no son representativos por motivo de la compra por el 19% del capital de la Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) a través de OnperInvestment 2015 SRL.

Por otro lado, consideramos la incidencia en a la implementación de Normas internacionales de información financiera (NIIF) en el año 2015, por lo que generaría una dificultad en las cifras posterior al 2015.

Tabla 12. Ingresos operacionales ordinarios

En Millones de COP	2013	2014	2015	2016	Sept.2017
INGRESOS OPERACIONALES					
Ingresos de servicios y ventas	10.129.436	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177
Otros Ingresos Operativos	567.525	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177

Al estudiar la información presentada en las notas de los Estado financieros, podemos observar la diferenciación por país, dada la nueva estrategia de la empresa al abarcar Sudamérica, los ingresos por país, se ven representados de la siguiente manera:

¹⁴ Se detallan para observar la diferencia de ingresos ordinario entre el 2013 y 2014 a la fecha

Tabla 13. Ingresos por país

	2013	2014	2015	2016	sept-17
Ingresos de servicios y ventas	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177
Colombia	10.255.143	9.855.733	11.826.246	11.756.360	7.808.608
Brasil	-	-	9.500.932	36.182.414	29.993.647
Argentina	-	-	595.882	1.324.595	997.344
Uruguay	441.818	629.089	2.122.911	2.376.064	1.913.578
Otros Ingresos Operativos	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177

La compra de la Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), implicó que los ingresos ordinarios aumentarían en Brasil, convirtiéndose durante los próximos años en la principal fuente de ingreso (entre el 70% y 80% de los ingresos totales), instalando a Colombia en segundo lugar.

En otro ámbito, con la información entregada en las Notas de los Estados Financieros, podemos observar que la partida “Venta de Bienes” por país, lo que genera una participación del 98% del total de ventas realizadas entre el 2015 al 2017.

5.2 Perspectiva económicas Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial

El análisis de macro entorno de Almacenes Éxito se ve favorecido por una recuperación a la economía mundial¹⁵, basado principalmente a economías desarrolladas y economías emergentes importantes, los cuales se verían afectados por riesgos importantes que se puede vislumbrar en los próximos años:

- Políticas proteccionistas en economías desarrolladas (protegiendo los bienes nacionales en contraste con las importaciones).

¹⁵ Informe entregado por el Fondo monetario internacional (FMI)

- Desaceleración de del crecimiento chino (en base a las altas tasas impositivas puestas por Estados Unidos, socio estratégico en esta parte el orbe).
- Secuelas de conflictos geopolíticos (inestabilidad en el mar asiático, con Estados Unidos incluidos, problemas Rusia con comunidad europea, por nombrar algunos. Debemos considerar que, en un mundo globalizado, los efectos colaterales afectan fuertemente a los diferentes entes económicos en cada país).

En el ámbito sudamericano, FMI observa proyecta el termino de ciclos recesivos de países que contaban con un estancamiento importante (como el caso de Brasil y Argentina), los cuales se irán recuperando durante los próximos años forma paulatina, todo esto gracias a una reactivación de sus económicas influenciadas por una mayor demanda de sus productos, repactación y pago de la deuda externa, entrada de capital (cambio de gobiernos más conservadores, implica un mayor inversión gracias a la reducción de impuestos y mejores tasas para la inversión), y reducción de la volatilidad en el mercado global.

El Fondo monetario internación pronostica una recuperación gradual en la economía Latinoamericana que van desde un 1,2 % a 1,9%.

A nivel global las perspectivas son auspiciosas, se observa un crecimiento escalonado que comenzó en el año 2016, debido a dos factores incidentales, por un lado, el fortalecimiento de mercados emergentes (Latinoamérica), y el aumento de la demanda interna de economías desarrolladas (Europa y Norteamérica).

Como toda perspectiva de crecimiento existen actores macroeconómicos que influyen en la real perspectiva de este ítem, en donde los países pueden implantar políticas de protección sus economías (el caso de Donald Trump en Estados Unidos), la deceleración en China (al que ya se viene arrastrando hace un par de años, y ahora puede ahondar a un mayor con el crecimiento de las tasas impositivas puestas por Estados Unidos y viceversa, esta “guerra” sin arma conlleva que los países que son socios sufran daño colateral, Chile incluido, y gran parte de Sudamérica, por la

importación de bienes a un menor valor) y siguiendo la tendencia, la constantes roces geopolíticos (Corea del Norte Estados Unidos, Unión Europea y Rusia por ejemplo), hacen que la incertidumbre se posiciones en el mercado financiero.

A un ámbito regional, donde enfocamos nuestro estudio, los movimientos políticos de algunos países líderes en la región (Brasil, Argentina y en una menor medida Chile), ha implicado que exista una mayor inversión extranjera, lo que conlleva una mayor demanda de sus producto y disminución de la volatilidad de riesgo financiero, lo que permite una entrega de capital constante para la inversión.

En datos más técnicos, el fondo monetario internacional, nos pronostica una recuperación escalonada en Sudamérica¹⁶, se estima que la economía latinoamericana crezca en un **1,9%** el 2018 y un **2,6%** el 2019. Los datos entregados por el informe por el Banco mundial son similares en el porcentaje de crecimiento del PIB, como observamos a continuación:

Ilustración 6. Crecimiento del PIB real según el Banco Mundial

	(Real GDP growth at market prices in percent, unless indicated otherwise)						Percentage point differences from June 2017 projections		
	2015	2016	2017e	2018f	2019f	2020f	2017e	2018f	2019f
EMDE LAC, GDP¹	-0.6	-1.5	0.9	2.0	2.6	2.7	0.1	-0.1	0.1
(Average including countries with full national accounts and balance of payments data only) ²									
EMDE LAC, GDP ²	-0.6	-1.5	0.9	2.0	2.6	2.7	0.1	-0.1	0.1
GDP per capita (U.S. dollars)	-1.7	-2.6	-0.1	1.0	1.6	1.7	0.1	-0.1	0.1
PPP GDP	0.0	-0.9	1.2	2.2	2.7	2.8	0.1	0.0	0.1
Private consumption	-0.4	-1.4	1.1	2.1	2.7	2.9	0.3	0.0	0.0
Public consumption	0.3	0.1	-0.2	0.0	0.9	0.7	-0.7	-0.9	0.0
Fixed investment	-5.7	-6.1	-0.8	2.6	3.6	3.7	-0.2	0.3	0.3
Exports, GNFS ³	4.0	1.4	4.1	3.9	4.0	3.8	-0.1	0.7	0.8
Imports, GNFS ³	-2.3	-2.2	4.0	3.5	4.2	4.0	1.1	0.9	0.8
Net exports, contribution to growth	1.3	0.8	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0
Memo items: GDP									
South America ⁴	-2.0	-3.2	0.4	1.9	2.5	2.7	0.1	0.0	0.2
Mexico and Central America ⁵	3.4	3.0	2.2	2.4	2.8	2.7	0.1	0.0	0.1
Caribbean ⁶	3.4	2.7	2.3	3.5	3.5	3.4	-1.0	-0.3	-0.2
Brazil	-3.5	-3.5	1.0	2.0	2.3	2.5	0.7	0.2	0.2
Mexico ⁷	3.3	2.9	1.9	2.1	2.6	2.6	0.1	-0.1	0.1
Argentina	2.6	-2.2	2.7	3.0	3.0	3.2	0.0	-0.2	-0.2

¹⁶ En este estudio dejaremos de lado, el caso especial de Venezuela, dado que presenta una inflación extrema, y el Grupo Éxito como sus empresas comparables no tiene filiales en dicho país.

Ilustración 7. Crecimiento del PIB real según FMI

5. Report for Selected Countries and Subjects

You will find [notes](#) on the data and options to [download](#) the table below your results.

Country	Subject Descriptor	Units	Scale	Country/Series-specific Notes	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Argentina	Gross domestic product, constant prices	Percent change		i	2.647	-2.298	2.176	2.313	2.458	2.992	3.152	3.103
Brazil	Gross domestic product, constant prices	Percent change		i	-3.769	-3.595	0.165	1.748	1.954	2.000	1.998	1.993
Colombia	Gross domestic product, constant prices	Percent change		i	3.052	1.960	2.289	3.032	3.550	3.550	3.550	3.600
Uruguay	Gross domestic product, constant prices	Percent change		i	0.982	1.438	1.600	2.600	3.200	3.100	3.140	3.000

Notes

Country/Series-specific Notes

Argentina: Gross domestic product, constant prices (Percent change)
See notes for:
Gross domestic product, constant prices (National currency).

Brazil: Gross domestic product, constant prices (Percent change)
See notes for:
Gross domestic product, constant prices (National currency).

Colombia: Gross domestic product, constant prices (Percent change)
See notes for:
Gross domestic product, constant prices (National currency).

Uruguay: Gross domestic product, constant prices (Percent change)
See notes for:
Gross domestic product, constant prices (National currency).

Dada las datos presentadas con anterioridad, seremos conservadores en nuestra proyección debido a que las tasas de crecimiento en el largo plazo son débiles y al mediano plazo, con un tasa de 1,7%, la cual es muy cercana a la obtenida por los últimos 25 años, uno de los motivos principales, que suponemos, es la baja productividad en comparación con la “mano de obra barata” que a implicado que el crecimiento no sea lo esperado, esto se relaciona principalmente con menores inversiones en la producción de commodities y un menor gasto público, lo que lleva como resultado la reducción en el capital y productividad, y un punto no menor es el problema demográfico donde el efecto edad es un tema a estudiar (crecimiento de la población de 64 años).

El FMI pronostica una baja en la inflación desde un 4,2% en 2017 y se mantenga en un nivel cercano de 3,4% en los próximos años, eso se debe a la disipación del traspaso del efecto de depreciación entre los tipos de cambio, la persistente capacidad ociosa y reducción del precio de alimentos y energía

La baja de la tasa inflacionaria a permitido que en muchos bancos centrales cuenten con margen para brindar apoyo para la recuperación (el caso de Brasil, Colombia, Chile y Perú), en caso contrario, donde la economía la inflación no ha experimentado

un retroceso (argentina), se esperaría políticas monetarias más restrictivas donde incidirían en el consumo.

Ilustración 8. Inflación y política monetaria de Sudamérica (FMI)

	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Paraguay	Perú	Uruguay
Inflación ¹	2.6	2.7	1.7	3.4	0.1	6.4	4.0	2.9	5.2
Expectativas de inflación, a dos años ¹	...	4.2	3.0	3.4	...	3.6	4.5	2.7	7.0
Tipo de cambio bilateral, MN/USD ² (variación porcentual desde diciembre de 2015)	...	-17.2	-6.5	-6.3	...	5.0	-4.3	-3.8	-3.8
Tasa de política monetaria ³	...	9.25	2.50	5.50	...	7.00	5.50	3.75	...
Tasa de política monetaria ex ante ³	...	5.09	-0.50	2.12	...	3.42	1.00	1.02	...

Es importante mencionar que la disminución el precio de commodities genera un fuerte impacto en las arcas fiscales de países exportadores de dichas materias primas, esto implica que exista un déficit del 2,6% en el 2016, lo que da como resultado un mayor endeudamiento público, lo cual se traduce de un 49% al 58% del PIB. El aumento de +9% implica que exista una mayor endeudamiento del sector público, si sumamos las condiciones de mercado y las bajas expectativas proyectadas de crecimiento a largo plazo, no es un escenario propicio, por lo que algunos países como Chile, Colombia y Argentina han impulsado diversas reformas tributarias para aplacar este escenario, por otro lado se estima un equilibrio en el gasto fiscal, toda vez que implique un crecimiento a futuro, pero estas medida son parte de un plan mayor, y el gran cuestionamiento es si los bancos centrales serán capaces de disminuir las tasas de interés a fin de generar un estímulo de consumo, sin perder de vista la inflación en las metas establecidas.

5.3. Evolución y Perspectiva por país Almacenes Éxito S.A

5.3.1. Brasil

Durante el 2017 tuvo un crecimiento del 0,7%, por lo que se estima que el 2018 aumento +0,8%, llegando a una estimación de 1,5% de crecimiento, la principal razón es la abundancia en la cosecha agrícola y políticas de consumo. A mediano plazo se estima un crecimiento del +2% por la implementación de las reformas, a medida que se incremente la confianza y logren el objetivo. La baja en la inflación debido a efectos más fuertes relacionados con brechas negativas del producto, apreciaciones de la moneda y shocks de ofertas con incidencia en los precios de alimentos.

5.3.2. Colombia

Existe una desaceleración estructura afectada principalmente por la implementación de una reforma tributaria y la reducción del precio del petróleo. Las perturbaciones en el sector del petróleo y en el rubro de la construcción ha implicado que el crecimiento económico no ha sido el esperado. En el caso de la inflación se ha mantenido por debajo de la meta proyectada, todo gracias a la normalización de los precios en los alimentos y al endurecimiento de la política el año anterior. Por otro lado, existe una mirada más conservadora en el endeudamiento externo. Lo que ayuda a Colombia es el tipo de cambio flexible, una abundancia en las reservas internacionales y la línea de crédito flexible del FMI ayuda a contrarrestar los vaivenes económicos externos

5.3.3. Uruguay

La economía uruguaya ha logrado resistir bien la recesión de Argentina y Brasil. Se proyecta un crecimiento del 3,5% en 2017. Una política monetaria restrictiva y la apreciación del tipo de cambio ha permitido reducir la inflación y mantenerla, después de varios años en la meta establecida¹⁷.

¹⁷ Actualización departamento del hemisferio occidental, *Perspectivas Económicas: Las Americas*, 13 de octubre del 2017, Washington D.C

5.3.4. Argentina

El cambio de gobierno y de sus políticas económicas, ha ayudado Argentina a salir de su recesión económica del último tiempo y se espera que crezca a un tas del 2,5% en 2017, debido a los mayores niveles de inversión y estímulo al consumo, todo mejorado gracias a los salarios reales y generación de empleo. Se provee un crecimiento estable y conservador durante el 2018 debido a las condiciones macroeconómica restrictivas generadas por el inicio del reequilibrio fiscal y aun elevadas tasas de intereses. En una mirada más optimista se proyecta una baja en la inflación en formas constante para cumplir la meta de inflación establecida. Si bien existe una valorización de los salarios reales, una inercia en la evolución de estos y de los precios o un incremento de las condiciones financieras externas podría exigir políticas fiscales y monetarias más restrictivas, lo que afecta el crecimiento económico.

Con base a lo anterior, considerando un crecimiento conservador, la determinación de las tasas de crecimiento consideraremos los siguientes criterios:

- **Brasil:** Utilizamos promedio aritmético utilizando la variación de ventas del segmento “alimentar”, del grupo Pan de Azúcar (adquirido), consideramos las expectativas de crecimiento generadas por el FMI y expectativas de crecimiento del PIB calculados por el fondo.
- **Colombia:** Utilizamos las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativo, calculados por el fondo.
- **Argentina:** Utilizamos las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativo, calculados por el fondo.
- **Uruguay:** Utilizamos las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativo, calculados por el fondo.

Obteniendo:

Tabla 14. Expectativas de crecimiento por país

Año	2017	2018	2019	2020	2021
Colombia	2,29%	3,03%	3,55%	3,55%	4,00%
Brasil	3,50%	4,00%	4,50%	4,80%	5,00%
Argentina	2,18%	2,31%	2,46%	3,15%	3,50%
Uruguay	1,60%	2,60%	3,00%	3,20%	3,40%

5.4. Demanda estimada por trimestre Almacenes Éxito

Dentro de nuestro análisis de proyección debemos considerara la demanda por estacionario trimestralmente, de esta forma observar en que trimestres aumenta el ingreso ordinario, para esto consideramos los ingresos trimestral desde el 2014 a septiembre del 2017:

Tabla 15. Demanda histórica

Trim.	1º	2º	3º	4º	Total
2013	2.604.463	2.510.463	2.512.150	3.069.885	10.696.961
2014	2.408.433	2.536.681	2.397.401	3.411.804	10.754.319
2015	3.091.400	2.953.431	6.982.852	11.019.624	24.047.307
2016	11.980.515	11.865.074	12.823.243	14.970.601	51.639.433
2017	13.525.913	13.267.721	13.919.543	11.806.821	52.519.998
Demanda acumulada sept. 2017			40.713.177	11.806.821	52.519.998

Obtuvimos la variación porcentual:

Tabla 16. Variación porcentual histórica por trimestre

Trim.	1º	2º	3º	4º
2013	24%	23%	23%	29%
2014	22%	24%	22%	32%
2015	13%	12%	29%	46%
2016	23%	23%	25%	29%
2017	26%	25%	27%	29%
Promedio Arit	24%	24%	26%	29%

Para efectos de estudio es importante analizar que los ingresos trimestrales aumentaron del 2015 a la fecha, esto debido al cambio estructura de la empresa por la compra de empresas en Brasil, Argentina y Uruguay, dado esto debemos considerar los trimestres del año 2015 a septiembre del 2017, lo que hace más conciso nuestro estudio, en ella podemos analizar especialmente que último trimestre de cada año, los ingresos aumentan considerablemente en relación años anteriores (un 4% el 2016), basado principalmente en las festividades dado el giro de la empresa (retail). Al observar que el crecimiento de aquellos países donde se encuentra Almacenes Éxito será en forma gradual (de acuerdo a informes del FMI y explicado con anterioridad), por lo que seremos conservadores y proyectaremos que la demanda se mantendrá al igual que el último trimestre del 2016, esto quiere decir que será un 29% de los ingresos ordinarios totales del 2017, sumado a las expectativas económicas de crecimiento obtendremos:

Tabla 17. Proyección ingresos ordinarios por país

	4º trim. 2017	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)
Ingresos de servicios y ventas	11.806.821	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238	62.069.026
Colombia	2.264.496	10.073.104	10.378.319	10.746.750	11.128.259	11.573.390
Brasil	8.698.158	38.691.805	40.239.477	42.050.253	44.068.665	46.272.099
Argentina	289.230	1.286.574	1.316.294	1.348.674	1.391.158	1.439.848
Uruguay	554.938	2.468.516	2.532.697	2.608.678	2.692.156	2.783.689
Otros Ingresos Operativos	-	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	11.806.821	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238	62.069.026

Nuestras proyecciones, en base a los datos de la demanda histórica, FMI y Banco Mundial, pueden considerarse conservadoras, pero se encuentran acordes al contexto macroeconómico de aquellos países donde se encuentra alojado Grupo Éxito.

5.5. Análisis de costos operacionales y gastos

Con los Estados Financieros disponibles calculamos los porcentajes de participación de los costos directos, gastos operacionales y no operacionales, en relación al total de ingresos ordinarios totales por año, desde el año 2013 a septiembre del 2017, obteniendo, posteriormente, a través de promedio Aritmético el porcentaje a la cual proyectaremos nuestros costos directos y gastos por los siguientes años.

Tabla 18. Costos operacionales

PCO MM	2013	2014	2015	2016	Sept. 2017	
Ingresos	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177	
Ganancia Bruta	2.842.154	2.629.422	6.258.418	12.539.878	10.000.949	
Margen Bruto (%)	27%	25%	26%	24%	25%	25%
Salarios y prestaciones sociales	- 928.540	- 803.649	- 2.149.298	- 4.771.428	- 3.778.840	
Proporción de los ingresos	-8,68%	-7,66%	-8,94%	-9,24%	-9,28%	-9,3%
Gastos operacionales de administración y ventas	- 981.588	- 180.545	- 309.871	- 445.163	- 360.095	
Proporción de los ingresos	-9,18%	-1,72%	-1,29%	-0,86%	-0,88%	-1,0%
Depreciación y amortización gasto de Administración y venta	- -	18.284	86.454	169.940	146.648	
Proporción de los ingresos	0,00%	-0,17%	-0,36%	-0,33%	-0,36%	-0,34%
Depreciación y amortizaciones	- 387.438	- -	- -	- -	- -	
Proporción de los ingresos	-3,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos de distribución	- -	830.613	2.403.075	4.433.310	3.472.631	
Proporción de los ingresos	- -	0,08	0,10	-8,59%	-8,53%	-8,56%
Depreciación y amortización gasto de distribución	- -	179.044	349.518	716.227	603.724	
Proporción de los ingresos	0,00%	-1,71%	-1,45%	-1,39%	-1,48%	-1,43%
Otros Ingresos Operativos	-	13.985	64.564	24.957	49.223	
Proporción de los ingresos	0,00%	0,13%	0,27%	0,05%	0,12%	0,08%
Otros gastos operativos	- -	27.147	169.817	396.438	271.052	
Proporción de los ingresos	0,00%	-0,26%	-0,71%	-0,77%	-0,67%	-0,72%
Otras (perdidas) ganancias netas	-	1.192	59.441	54.058	83.471	
Proporción de los ingresos	0,00%	0,01%	0,25%	-0,10%	-0,21%	-0,15%
(Perdidas) por deterioro de valor	-	-	-	-	1.481	
Proporción de los ingresos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,004%	0,00%

Tabla 19. Promedio aritmético costos operacionales

PROMEDIOS ARITMETICOS	
Salarios y prestaciones sociales	-9,3%
Gastos operacionales de administración y ventas	-1,0%
Depreciación y amortización gasto de Administración y venta	-0,34%
Depreciación y amortizaciones	0,00%
Gastos de distribución	-8,56%
Depreciación y amortización gasto de distribución	-1,43%
Otros Ingresos Operativos	0,08%
Otros gastos operativos	-0,72%
Otras (perdidas) ganancias netas	-0,15%
(Perdidas) por deterioro de valor	-0,002%

En esta primera parte podemos observar que nuestro costo de venta es de un 75%, costos de distribución 8,56%, gastos por beneficios de empleados 9,3% y gastos operacionales de administración y ventas un 1%, lo que conforman el 93,86% de nuestros ingresos totales.

Tabla 20. Costos no operacionales

% de Costo No operacional	2013	2014	2015	2016	Sept. 2017	Promedio Aritmetico
Ingresos	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177	
Ingresos Financieros	1,51%	2,02%	4,59%	0,93%	0,60%	0,77%
Dividendos y participaciones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gastos financieros	-0,76%	-1,48%	-4,97%	-3,38%	-2,59%	-2,99%
Otros Ingresos y gastos no operacionales neto	-0,70%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Participación ganancias asociadas y negocios conjuntos	0,00%	0,29%	0,04%	0,12%	-0,10%	0,01%
Participación interes minoritario	-0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabla 21. Promedio aritmético Costos no operacionales

PROMEDIOS ARITMETICOS	
Ingresos Financieros	0,77%
Dividendos y participaciones	0,00%
Gastos financieros	-2,99%
Otros Ingresos y gastos no operacionales neto	0,00%
Participación ganancias asociadas y negocios conjuntos con	0,01%
Participación interes minoritario	0,00%

Tabla 22. Estados de resultados proyectados

	sept-17	4º trim. 2017	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)
Ingresos de servicios y ventas	40.713.177	11.806.821	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238	62.069.026
Colombia	7.808.608	2.264.496	10.073.104	10.378.319	10.746.750	11.128.259	11.573.390
Brasil	29.993.647	8.698.158	38.691.805	40.239.477	42.050.253	44.068.665	46.272.099
Argentina	997.344	289.230	1.286.574	1.316.294	1.348.674	1.391.158	1.439.848
Uruguay	1.913.578	554.938	2.468.516	2.532.697	2.608.678	2.692.156	2.783.689
Otros Ingresos Operativos	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	40.713.177	11.806.821	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238	62.069.026
COSTO DE VENTAS	-	30.712.228	-	40.850.090	-	42.565.767	-
UTILIDAD BRUTA	10.000.949	3.129.051	13.130.000	13.616.697	14.188.589	14.820.060	15.517.256
INGRESOS Y GASTOS OPERACIONALES							
Salarios y prestaciones sociales	-	3.778.840	-	5.044.035	-	5.255.881	-
Gastos operacionales de administración y ventas	-	360.095	-	551.057	-	574.201	-
Depreciación y amortización gasto de Administración y venta	-	146.648	-	181.007	-	195.600	-
Gastos de distribución	-	3.472.631	-	4.494.301	-	4.856.648	-
Depreciación y amortización gasto de distribución	-	603.724	-	753.622	-	814.382	-
Otros Ingresos Operativos	-	49.223	-	46.087	-	48.023	-
Otros gastos operativos	-	271.052	-	376.428	-	406.777	-
Otras (perdidas) ganancias netas	-	83.471	-	81.329	-	87.886	-
(Perdidas) por deterioro de valor	-	1.481	-	955	-	1.032	-
COSTOS OPERACIONALES	-	8.668.719	-	11.654.886	-	12.144.383	-
GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACTIVIDADES DE LA OPERACIÓN	1.332.230	559.461	1.891.691	1.961.811	2.044.206	2.135.184	2.235.632
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES							
Ingresos Financieros	244.926	158.342	403.268	418.217	435.781	455.176	476.589
Dividendos y participaciones	-	-	-	-	-	-	-
Gastos financieros	-	1.055.650	-	1.625.935	-	1.694.223	-
Otros Ingresos y gastos no operacionales neto	-	-	-	-	-	-	-
Participación ganancias asociadas y negocios conjuntos co-	41.381	47.110	47.110	47.110	47.110	47.110	47.110
Participación intereses minoritario	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	-	852.105	-	1.160.608	-	1.267.339	-
GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS	480.125	252.743	774.249	801.202	832.874	867.845	906.455
GASTO POR IMPUESTO REAL 33,56% y PROYECTADO	-	134.286	-	280.421	-	303.746	-
GANANCIA NETA DEL EJERCICIO POR OPERACIONES CONTINUADAS	345.839	167.923	503.262	520.782	541.368	564.099	589.196

Para efectos impositivos, y tal como se calculó con anterioridad utilizaremos una tasa proyectada de un 35% hasta el 2021.

5.6. Proyección de Flujo caja libre

Para el cálculo de flujo caja bruto, obtenemos la ganancia o pérdida del ejercicio del estado de resultado del 2017 al 2021, ya calculados, el cual depuraremos sumando o restando aquellas partidas que no implican salida o entrada de efectivo, y nos son participe del resultado operacional:

- Depreciación de activo Fijo (dato obtenido de los estados financieros “Propiedad, planta y equipo).
- Amortización de activos intangibles (dato tomado de los estados financieros).
- Otros ingresos por función (después de impuesto, dato obtenido de los estados financieros).
- Otros gastos por función (después de impuestos, dato obtenido de los estados financieros).
- Otras ganancias (perdida) (después de impuesto, dato obtenido de los estados financieros).
- Ingresos Financieros (después de impuesto, dato obtenido de los estados financieros).
- Costos Financieros (después de impuestos, dato obtenido de los estados financieros).
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos) (dato tomado de los estados financieros).

- Diferencia de cambio (dato obtenido de los estados financieros).

Tabla 23. Flujo caja bruto

GANANCIA (PÉRDIDA)	167.923	520.782	541.368	564.099	589.196	589.196
(+) Depreciación Activos fijos	155.894	690.503	763.974	844.629	933.170	933.170
(+) Amortización de Activos Intangibles	183.731	970.264	1.011.014	1.056.010	1.105.689	1.105.689
(-) Otros ingresos por función (después de impuestos)	4.783	- 46.087	- 48.023	- 50.160	- 52.520	- 52.520
(+) Otros gastos, por función (después de impuestos)	105.376	390.381	406.777	424.880	444.869	444.869
(-) Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	-	2.142	84.343	87.886	91.797	96.116
(-) Ingresos financieros (después de impuestos)	-	158.342	- 418.217	- 435.781	- 455.176	- 476.589
(+) Costos Financieros (después de Impuestos)	512.170	1.625.935	1.694.223	1.769.625	1.852.876	1.852.876
(-) Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-	47.110	- 47.110	- 47.110	- 47.110	- 47.110
(+/-) Diferencias de Cambio	-	-	-	-	-	-
(+/-) Resultados por unidad de reajustes	-	-	-	-	-	-
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	922.281	3.770.794	3.974.328	4.198.595	4.445.696	4.445.696

Aquellas partidas en el estado de resultado incrementen el estado de resultado, se restan, y las que reducen se suman.

5.7 Inversión de Reposición

La inversión de reposición es aquella que esta destinada a reponer y mantener aquellos activos operacionales que generen flujo, sin que aumente la inversión.

Dado que en los estados financieros no contiene información de CAPEX del grupo éxito, proyectamos la inversión de reposición e inversión de activo fijo.

Para el calculo de inversión de reposición sacamos la relación entre los ingresos de actividades totales y los gastos de depreciación intangibles y AF (notas estados financieros “propiedades, planta y equipo”), esto, considerando que le montos reflejado en los rubros “Depreciación y Amortización”, correspondiente a los “Costos de Distribución” y “Gastos de Administración” y la partida “Gasto de depreciación y amortización de activos fijos e intangibles”, incluyen los gastos de amortización de

activos intangibles. El resultado obtenido nos permite calcular el promedio aritmético, obteniendo un resultado de un **1,45%** en Inversión de reposición (no consideramos el 2021, dado que 2022 es una proyección a perpetuidad, por lo que no generaría modificación en los ingresos a posteriori).

Tabla 24. Inversión de reposición

INVERSIÓN DE REPOSICIÓN (PCO)	2014	2015	2016	sept. 2017	P. Aritmetico
Ingresos de actividades ordinarias	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177	
Gastos de depreciación Intangibles y AF (Nota estados financieros, propiedad, planta y equipo)	155.378	414.353	939.921	436.120	
Variación (%)	1,5%	1,7%	1,8%	1,1%	1,45%

Porcentaje aplicado a los ingresos totales ordinarios, obteniendo como resultado

Tabla 25. Calculo gastos depreciación intangibles AF proyectados

Proyección Estados de resultado	Sept - dic 2017	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
Ingresos proyectados	11.806.821	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238
Gastos de depreciación Intangibles y AF Proyectado	170.689	759.272	787.416	820.487	857.003

5.8 Nuevas Inversiones en Activos Fijos

Inversiones en activos fijos es la que permite la compra de nuevos activos para potencia la capacidad operacional actual.

Tal como la inversión de reposición, no se cuenta de información que permita la proyección de CAPEX a realizar, por lo calculamos el porcentaje de participación del rubro “propiedades planta y equipo neto” obtenido del Estado de cambio de situación financiera, en relación al “Ingreso de actividades ordinarias”, con el resultado obtenemos el promedio aritmético de los años 2015, 2016 y septiembre 2017 (siendo los mas representativos de la nueva estructura capital).

Tabla 26. CAPEX

CAPEX	2014	2015	2016	sept. 2017	P. Aritmetico
Ingresos de actividades ordinarias	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177	
Compra de propiedades, plantas y equipos	295.902	1.054.194	1.754.217	1.307.326	
% Participación	2,82%	4,38%	3,40%	3,21%	3,30%
Compra de activos intangibles	96.115	559.150	293.772	262.381	
% Participación	0,92%	2,33%	0,57%	0,64%	0,61%
TOTAL	392.017	1.613.344	2.047.989	1.569.707	

Los promedios aritméticos los aplicamos en los ingresos ordinario proyectados para obtener la proyección en CAPEX hasta el 2020 (no consideraremos el 2021, dado que 2022 es una proyección a perpetuidad, por lo que no generaría modificación en los ingresos a futuro).

Tabla 27. Proyección CAPEX

Proyección Estados de resultado	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
Ingresos proyectados	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238
Compra de propiedades, plantas y equipos	1.735.290	1.799.613	1.875.196	1.958.653
Compra de activos intangibles	318.626	330.437	344.315	359.639
TOTAL INV. PROYECTADA	2.053.917	2.130.051	2.219.511	2.318.292
INVERSION PROYECTADA SEPT. - DIC. / 2017	513.479			

5.9. Inversión Capital de Trabajo (CTON)

Para obtener el capital de trabajo neto, debemos obtenerla diferencia entre los activos corrientes netos y los pasivos corrientes neto, específicamente entre los activos y pasivos que no devengan intereses.

Activos corrientes netos

- Efectivo equivalente (Para empresas dentro del rubro Retail se considera el efectivo, dado que es necesario para efectuar su operación del día a día)
- Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar
- Inventarios

No consideramos las siguientes partidas

- Gastos por anticipado
- Cuentas por cobrar partes relacionadas
- Activos por impuesto
- Otros activos financieros
- Activos no corrientes mantenidos a la venta

Pasivos corrientes netos

- Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar

No consideramos las siguientes partidas

- Pasivos no financieros
- Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados

- Otras provisiones
- Cuentas por pagar a entidades relacionadas
- Pasivos por impuestos diferidos
- Pasivos por impuestos
- Otros Pasivos financieros
- Otros Pasivos no financieros

En base a la información, obtuvimos el siguiente CTON a septiembre del 2017:

Tabla 28. Capital detrabajo operacional neto

CAPITAL DE TRABAJO	2013	2014	2015	2016	SEPT. 2017
Activo corriente sin activos circulantes financieros					
Efectivo equivalentes de efectivo	2.717.162	2.953.938	10.068.717	6.117.844	2.059.010
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	219.201	202.309	3.251.007	1.132.750	1.505.420
Inventarios	1.012.723	1.244.231	8.685.221	5.778.173	5.977.547
Total Activo corriente sin activos circulantes financieros	3.949.086	4.400.478	22.004.945	13.028.767	9.541.977
Pasivo corriente sin pasivo circulantes financieros					
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2.035.052	2.646.415	18.559.948	11.537.028	9.028.078
Total Pasivo corriente sin activos circulantes financieros	2.035.052	2.646.415	18.559.948	11.537.028	9.028.078
CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO (CTON)	1.914.034	1.754.063	3.444.997	1.491.739	513.899

Posteriormente calculamos la “Necesidad de capital de trabajo” como la razón entre el capital de trabajo operacional neto y las ventas, con el resultado y proyectamos el promedio aritmético

Tabla 29. Necesidades de capital de trabajo

CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO (CTON)	1.914.034	1.754.063	3.444.997	1.491.739	513.899	Promedio Aritmetico
VENTAS	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177	
NECESIDAD CAPITAL DE TRABAJO (RCTON)	17,89%	16,73%	14,33%	2,89%	1,26%	11,32%
DIAS DE VENTAS	64,42	60,23	51,58	10,40	4,54	

5.10. Aumento o disminuciones de capital de trabajo

Para el cálculo del capital de trabajo, obtenemos el promedio del RCTO y lo aplicamos en la diferencia entre los “ingresos de actividades ordinarias” del año $t+1$ y los años t con el fin de calcular las variaciones de capital de trabajo, todo en base a las proyecciones de ventas de los siguientes años, esto con el fin de ver en forma anticipada el capital de trabajo a fin de responder antes a necesidades.

Tabla 30. Aumento o Disminución Capital de Trabajo

Aumento(disminuciones) Capital de trabajo	2017 (p)	2018	2019	2020	2021
Ventas Proyectadas	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238	62.069.026
Variacion Ingresos de actividades ordinarias proyectadas	1.946.789	2.287.569	2.525.883	2.788.787	-
Inversion en capital de trabajo (RCTON)	12,96%	12,96%	12,96%	12,96%	-
Aumentos (disminución) Capita de trabajo	252.295	296.459	327.343	361.415	-

5.11. Déficit o exceso de capital de trabajo

Para determinar el déficit o exceso de capital de trabajo calculamos las “necesidad es de capital de trabajo), en aquellos días para los cual lo multiplicamos los valores resultantes en el punto anterior por 360, posteriormente calculo el promedio aritmético de los valore obtenidos:

Tabla 31. Exceso - Déficit Capital de trabajo

Deficit / Exceso Capital de trabajo	Valor
Capital de trabajo observado en Septiembre 2017	513.899
Capital de trabajo estimado a Diciembre 2017	1.946.789
Déficit / Exceso de capital de trabajo	1.432.890 <i>Déficit</i>

Existe un déficit de capital de trabajo en aquellos días en que la necesidad es inferior al promedio aritmético calculado con anterioridad y exceso en caso opuesto

Tabla 32. Análisis de activos Almacenes Éxito S.A

ANÁLISIS DE ACTIVOS (PCO - UVR)

ACTIVO CORRIENTE	CPO	CLASIFICACIÓN	EXPLICACIÓN ACTIVO NO OPERACIONAL
Efectivo y equivalente en efectivo	2.059.010	Operacional	-
Cuentas Comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	1.505.420	Operacional	-
Gastos pagados por anticipado	192.398	Operacional	-
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	67.768	Operacional	-
Inventarios	5.977.547	Operacional	-
Activos por impuestos	506.291	operacional	-
Otros Activos financieros	39.753	operacional	-
Activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones	17.803.793	operacional	-

TOTAL ACTIVOS CORRIENTE 28.151.980

ACTIVOS NO CORRIENTE	CPO	CLASIFICACIÓN	EXPLICACIÓN ACTIVO NO OPERACIONAL
Propiedad, planta y equipo, neto	12.225.481	Operacional	-
Propiedades de inversión, neto	1.957.251	Operaciona	-
Plusvalía	5.583.692	Operacional	-
Activos intangibles distinto de la plusvalía, neto	5.647.591	Operacional	-
Inversiones Contabilizadas utilizando el método de la participación	915.086	No Operacional	Porcentaje de participación que corresponde al que posee directamente en Cnova N.V, FinancieraItai CBD - FIC Promotora de vendas Ltda. Compañía de Financiamiento Tuya S.A y Puntos Colombia S.A.S
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	608.253	Operacional	-
Gastos pagados por anticipado	51.132	Operacional	-
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	20.282	Operacional	-
Activos por impuestos	1.244.388	Operacional	-
Otros activos financieros	829.299	No Operacional	-
Otros activos no financieros	398	No Operacional	-

TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTE 29.082.853

TOTAL DE ACTIVOS 57.234.833

Tabla 33. Activos Prescindibles

ACTIVOS PRESCINDIBLES	
No corrientes	
Inversiones Contabilizadas utilizando el método de la participación	915.086
Total	915.086

5.12. Valoración Económico de Grupo Éxito y su precio de acción

Dado los datos calculados con anterioridad proyectamos el flujo de caja libre para Grupo Éxito desde septiembre 2017 hasta el 2021

Tabla 34. Valorización Económica

	sept. - dic. 2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (P)
GANANCIA (PÉRDIDA)	167.923	520.782	541.368	564.099	589.196	589.196
(+) Depreciación Activos fijos	155.894	690.503	763.974	844.629	933.170	933.170
(+) Amortización de Activos Intangibles	183.731	970.264	1.011.014	1.056.010	1.105.689	1.105.689
(-) Otros ingresos por función (después de impuestos)	4.783	46.087	48.023	50.160	52.520	52.520
(+) Otros gastos, por función (después de impuestos)	105.376	390.381	406.777	424.880	444.869	444.869
(-) Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	- 2.142	84.343	87.886	91.797	96.116	96.116
(-) Ingresos financieros (después de impuestos)	- 158.342	418.217	435.781	455.176	476.589	476.589
(+) Costos Financieros (después de Impuestos)	512.170	1.625.935	1.694.223	1.769.625	1.852.876	1.852.876
(-) Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el	- 47.110	47.110	47.110	47.110	47.110	47.110
(+/-) Diferencias de Cambio	-	-	-	-	-	-
(+/-) Resultados por unidad de reajustes	-	-	-	-	-	-
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	922.281	3.770.794	3.974.328	4.198.595	4.445.696	4.445.696
(-) Inversión de reposición	- 170.689	787.416	820.487	857.003	2.038.859	2.038.859
(-) Nuevas Inversiones	- 513.479	2.130.051	2.219.511	2.318.292	-	-
(-) Aumentos capital de trabajo (delta RCTON)	- 252.295	296.459	327.343	361.415	-	-
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE	- 14.182	556.868	606.986	661.885	2.406.837	2.406.837
VALOR TERMINAL					23.741.466	
FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL	- 14.182	556.868	606.986	661.885	26.148.303	2.406.837

Las partidas utilizadas corresponden a:

- Flujo de caja bruto
- Inversión en reposición
- Inversión de capital físico
- Aumento / disminución de capital de trabajo
- Valor terminal

Valor Terminal

Para este ítem, cabe mencionar que existen 3 métodos para su liquidación:

- Valor de liquidación
- Valor de perpetuidad
- Valor de perpetuidad con crecimiento

Para nuestra valorización realizamos la el “*valor a perpetuidad*”; la razón por que se utiliza esa metodología se basa en que no podemos utilizar el “valor de liquidación”, la probabilidad de transar los activos fijos en el mercado no es muy alta y la aplicabilidad “valor de perpetuidad con crecimiento”, para empresas apalancadas en su totalidad con recursos propios.

Al realizar la valorización en “valor perpetuo”, el valor residual es el resultante entre la división de flujo de caja libre del año 2022 y el costo promedio ponderado del Grupo Éxito, esto quiere decir qué correspondería al valor presente de perpetuidad.

Como observamos en la siguiente tabla, consideramos que las “Inversiones en “Capital Físico” y “Aumentos / Disminución de capital de trabajo” en cero, dado que no proyectamos crecimiento a perpetuidad.

Tabla 35. Crecimiento de perpetuidad

	2020 (p)	2021 (p)	2022 (P)
(+) Ingresos de actividades ordinarias	59.280.238	62.069.026	62.069.026
GANANCIA (PÉRDIDA)	564.099	589.196	589.196
(+) Depreciación Activos fijos	844.629	933.170	933.170
(+) Amortización de Activos Intangibles	1.056.010	1.105.689	1.105.689
(-) Otros ingresos por función (después de impuestos)	- 50.160	- 52.520	- 52.520
(+) Otros gastos, por función (después de impuestos)	424.880	444.869	444.869
(-) Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	91.797	96.116	96.116
(-) Ingresos financieros (después de impuestos)	- 455.176	- 476.589	- 476.589
(+) Costos Financieros (después de Impuestos)	1.769.625	1.852.876	1.852.876
(-) Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	- 47.110	- 47.110	- 47.110
(+/-) Diferencias de Cambio	-	-	-
(+/-) Resultados por unidad de reajustes	-	-	-
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	4.198.595	4.445.696	4.445.696
(-) Inversión de reposición	- 857.003	- 2.038.859	- 2.038.859
(-) Nuevas Inversiones	- 2.318.292	-	-
(-) Aumentos capital de trabajo (delta RCTON)	- 361.415	-	-
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE	661.885	2.406.837	2.406.837

El valor anterior lo sumo al flujo de caja del periodo 2021 para el cálculo del valor presente, los cuales descuento al Costo promedio ponderado de capital (WACC).

Tabla 36. Resumen

Resumen	
Costo de la deuda	9,00%
Beta de la deuda	0,278
B/P Objetivo	134,20%
Beta de la acción con deuda	1,25
B/P Historico	148,49%
Beta Patrimonial sin deuda	0,768
Beta Patrimonial con deuda apalancado	1,204
Costo Patrimonial	15,83%
B/V	57,30%
P/V	42,70%
Costo Capital	10,14%

De esta forma procedemos a calcular el valor económico del patrimonio:

Tabla 37. Valor económico del patrimonio

Valor presente Flujo caja libre		16.263.368
(+) Exceso de capital de trabajo	-	1.432.890
(+) Activos Prescindibles MM		915.086
(=) valor de la Empresa		15.745.564
(-) Deuda Financiera	-	9.006.465
(=) Patrimonio Económico (MM)		6.739.099

Los componentes del patrimonio económico se desglosan de la siguiente manera:

Valor Económico de los activos operacionales: utilizamos fórmula de valor presente y descontamos flujos de caja libre y valor terminal a la tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC).

$$VEP = \frac{\text{Flujo caja libre 1}}{(1+i)^1} + \frac{\text{Flujo caja libre 2}}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\text{Flujo caja libre } n + \text{Flujo terminal}}{(1+i)^n}$$

Si reemplazamos los valores en la ecuación:

$$VAN = -\$14.182 + \frac{\$556.868}{(1+0,1014)^1} + \frac{\$606.986}{(1+0,1014)^2} + \frac{\$661.885}{(1+0,1014)^3} + \frac{\$2.406.837 + \$23.741.466}{(1+0,1014)^4}$$

$$VAN = \$17.485.147$$

Descontamos el flujo de septiembre a diciembre 2017

$$VAN = \frac{\$17.485.147}{(1+0,1014)^{1/4}}$$

VEP = \$16.263.368

Activos Prescindibles (\$915.086)

Exceso /déficit en capital de trabajo (\$1.432.890)

Deuda Financiera (9.006.465)

El precio estimado de la acción, es el resultante entre la división entre el patrimonio Económico (en millones PCO) y la cantidad de acciones al 30 de septiembre del 2017

Tabla 38. Valor de la acción

(=) Patrimonio Económico (MM)	6.739.099
Patrimonio Económico (PCO)	6.739.099.063.610
Nº acciones	447.604.316
Precio de la acción	15.056
Valor de la acción al 30/09/2017	15.460
Diferencia	404
Diferencia porcentual	2,61%

Al observar el precio estimado en contraste del precio real de la acción al 30 de septiembre del 2017, consideramos que subestimamos el precio proyectado de la acción calculado en un 2,61%.

6. Conclusiones

Almacenes Éxito se ha posicionado como una de las empresas de Retail más importantes de Sudamérica, gracias a la adquisición del 50% por empresas Casino, de nacionalidad francesa que tiene como foco el invertir en empresas de supermercados, hipermercados, tiendas de descuentos, y todas las que abarcan el rubro del Retail.

Gracias a esta adquisición Almacenes Éxito S.A pudo crecer en forma considerable a nivel Sudamericano, saliendo de Colombia (sede madre), y enfocándose en Argentina Uruguay y Brasil, este último junto con Colombia representan el 97% de las ventas totales de la empresa.

Esta adquisición y posterior expansión ocasiona que la estructura de capital se transformara completamente, de pasar en una primera instancia a financiarse con recursos propios paso adquirir deuda con terceros, esto origina que el aumento del riesgo sea concentrado al no existir una diversificación de la deuda, lo que implica y se observe en el incremento del Beta de la acción (en relación al Coleqty) lo que trajo como consecuencia el aumento en el costo promedio ponderado el cual utilizaremos para descontar nuestros flujos de caja con una proyección cinco años.

Lo interesante que la evaluación a través de las metodologías de flujo de caja descontado como múltiplos, si bien existen diferencias, estas no distan mucho del precio de la acción al 30 de septiembre del 2017, lo que nos indicaría que ambos métodos son totalmente validos al momento de valorizar una empresa.

Por un lado, el flujo de caja descontado que nos arrojó un precio de \$15.056, contra un precio al 30 de septiembre del 2017 de \$15.460, lo que implica que subvaloramos el precio en un 2,61%. En el caso de valorización de múltiplos (el promedio de la industria fue calculada con Cencosud S.A y S.A.C.I Falabella) existen diferentes aristas a calcular lo que implicaría que la selección de precios finales sea variable, pero al enfocarnos en aquellos múltiplos que reflejan de mejor forma la industria del Retail, nos encontramos con 2 en particular, por un lado están los múltiplos de ganancia a través

de “Price Earning Ratio”, el cual dio un valor de \$18.668 contra valor de acción a septiembre 30 del 2017 \$15.460, una sobrevalorización de un +17%, “Enterprice Value to EBITDA” \$18.889, sobrevalorando un +18% y por ultimo “Enterprice Value to EBIT”, con un precio de \$12.156 subvalorando el precio de la acción en un -27%, en los dos primeros múltiplos se pueden considerar como medibles dado que se encuentran dentro de un margen del 20% con respecto de la acción, en cambio el último comparable sale de este margen, por ende no lo podríamos utilizar al no ser medible con el precio original.

El otro comparable que nos dio un precio el cual podríamos utilizar para medir es el múltiplo de ingresos. Los que componen este índice, el que más se acerca al precio de la acción, es “Price to Sales Ratio (PS), el cual da un precio final de \$13.439, obteniendo un margen -15%, subvalorando el precio de la acción, pero que se encuentra dentro del rango aceptable del 20%, no es el caso de “Enterprice Value to Ratio”, el cual se encuentra sobrevalorando el precio de la acción en un 31%.

Lo importante e interesante de este análisis que las empresas utilizadas para realizar el ejercicio (Cencosud S.A y S.A.C.I Falabella) son un buen proxy para el cálculo de múltiplos por lo que también son una buena herramienta de valorización de empresa, si bien existen diferencias con respecto a la valorización de flujo de caja descontado, estas aterrizan principalmente en la diferenciación geográfica y líneas de negocio, así como los diferentes ingresos que contiene cada línea de negocio.

Finalmente podemos concluir que tanto el método de flujo de caja descontado, como el de múltiplos son totalmente validos en la valorización del Almacenes Éxito, pero el que nos da un valor más próximo es el de flujo de caja descontado, en la cual nosotros subvaloramos el precio de la acción, tal como mencionamos en un -2,61%.

7. Bibliografía

- **El buen momento que está atravesando la economía no es la “nueva normalidad”**, *Obstelf Maurice*, 2018, *blog*, Recuperado de <http://blog-dialogoafondo.imf.org>.
- **Estados Financieros Cencosud S.A, 2017 - 2018**, *Estados financieros*, Recuperado de www.cencosud.com.
- **Estados Financieros Grupo Éxito 2013-2017**, *Informe de gestión*, Recuperado de www.grupoexito.com.co.
- **Estados Financieros S.A.C.I Falabella 2017 - 2018**, *Estados financieros*, Recuperado de www.falabella.com.
- **Finanzas Corporativas, teoría y práctica**, *Maqueira Villanueva Carlos*. Editorial Thomson Reuters, primera edición, Santiago de Chile, enero 2015.
- **Fundamentos de Finanzas Corporativas**, *Ross A. Stephen, Westerfield W. Randolph, Jordan D. Bradford*, Editorial McGraw-Hill Education, décima edición, Ciudad de México, 2013.
- **Global Economic Prospects**, *Word Bank Group*, Word Bank Group, Washington, Estados Unidos, Enero 2018.
- **Métodos de valorización de empresa**, *Fernández Pablo*, Editorial IESE Universidad de Navarra, España, Julio 2014.
- **Mis clases de economía... Y algo más**, *Massad A. Carlos*, Editorial Universitaria, primera edición, Santiago de Chile, 2013
- **Perspectivas Económicas las Américas**, *Departamento de actualización el Hemisferio Occidental*, Washington, Estados Unidos, 13 de Octubre 2017.
- **Perspectiva Económica al Día**, *Fondo monetario Internacional*, Fondo monetario Internacional, Washington, Estados Unidos, 22 Enero 2018
- **Perspectivas económicas: Las Américas, 2017 – 2018**, *Perspectivas económicas*, Recuperado de www.ifm.org.
- **Perspectiva 2018 en América Latina ¿Sera mejor el próximo año?**, 2017, *perspectiva económica América latina*, Recuperado de <http://envivo.bancomundial.org>.

- **Precios de acción Grupo Éxito, 2013 – 2017**, *Precio de acción, Recuperado de www.bloomberg.com.*
- **Precios índices COLEQTY 2013 – 2007**, *Precios índice Colombia, Recuperado de www.bloomberg.com.*
- **Precios índices COLCAP 2013 – 2007**, *Precios índice Colombia, Recuperado de www.bloomberg.com.*

8. Anexos

Anexo 1.

Balances 2013 a Septiembre 2017

Almacenes Éxito SA (EXITO CB) - Estandarizado					
COP					
En Millones de COP excepto por acción					
Anual	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	09/30/2017
Activo total					
+ Efectivo, equivalentes y STI	2.754.165,0	3.014.157,0	10.068.717,0	6.117.844,0	2.059.010,0
+ Efectivo y equivalentes	1.772.411,0	1.590.802,0	10.068.717,0	6.117.844,0	2.059.010,0
+ Inversiones a corto plazo	981.754,0	1.423.355,0	0,0	0,0	0,0
+ Cuentas y notas por cobrar	150.896,0	164.430,0	2.029.335,0	403.545,0	1.184.876,0
+ Cuentas por cobrar, neto	150.896,0	164.430,0	2.029.335,0	403.545,0	1.184.876,0
+ Notas por cobrar, netas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Inventarios	1.138.925,0	1.392.098,0	8.685.221,0	5.778.173,0	5.977.547,0
+ Mat primas	6.655,0	5.924,0	5.336,0	4.824,0	2.916,0
+ Trabajo en proceso	17.250,0	26.620,0	27.693,0	39.981,0	26.624,0
+ Bienes de consumo	1.139.905,0	1.387.208,0	8.534.686,0	5.696.671,0	5.946.071,0
+ Otro inventario	-24.885,0	-27.654,0	117.506,0	36.697,0	1.936,0
+ Otros activos a CP	309.136,0	354.124,0	3.194.239,0	20.345.137,0	18.930.547,0
+ Gastos prepagados	—	—	174.091,0	119.733,0	192.398,0
+ Activos derivados y de cobertura	—	—	446.754,0	93.197,0	31.038,0
+ Activos mantenidos para la venta	—	—	22.078,0	18.429.787,0	17.803.793,0
+ Impuesto por cobrar	152.492,0	129.883,0	1.081.383,0	896.967,0	536.253,0
+ Activos varios a CP	156.644,0	224.241,0	1.469.933,0	805.453,0	367.065,0
Activos totales actuales	4.353.122,0	4.924.809,0	23.977.512,0	32.644.699,0	28.151.980,0
+ Propiedad, planta y equipo; neto	3.786.928,0	2.286.280,0	12.469.894,0	12.465.698,0	12.225.481,0
+ Propiedad, planta y equipo	6.045.053,0	4.776.131,0	17.915.882,0	18.069.158,0	18.447.539,0
- Depreciación acumulada	2.258.125,0	2.489.851,0	5.445.988,0	5.603.460,0	6.222.058,0
+ Inversiones y cuentas por cobrar a LP	199.469,0	206.246,0	2.041.576,0	2.221.036,0	2.565.504,0
+ Inversiones a largo plazo	137.408,0	161.939,0	1.126.410,0	1.634.551,0	1.957.251,0
+ Cuentas por cobrar LP	62.061,0	44.307,0	915.166,0	586.485,0	608.253,0
+ Otros activos a LP	2.445.822,0	4.166.421,0	19.317.122,0	15.166.133,0	14.291.868,0
+ Activos intangibles totales	2.102.250,0	2.260.305,0	15.433.129,0	11.279.558,0	11.231.283,0
+ Fondo de comercio	1.879.258,0	2.013.926,0	5.775.593,0	5.616.136,0	5.583.692,0
+ Otros activos intangibles	222.992,0	246.379,0	9.657.536,0	5.663.422,0	5.647.591,0
+ Gasto prepagado	—	—	50.377,0	60.488,0	51.132,0
+ Activos de impuestos diferidos	—	—	399.048,0	1.456.866,0	—
+ Activos de derivados y de cobertura	—	—	212.552,0	13.034,0	17.908,0
+ Inversiones en filiales	0,0	0,0	304.102,0	1.068.087,0	915.086,0
+ Activos varios a LP	343.572,0	1.906.116,0	2.917.914,0	1.288.100,0	2.076.459,0
Total Noncurrent Assets	6.432.219,0	6.658.947,0	33.828.592,0	29.852.867,0	29.082.853,0
Activos totales	10.785.341,0	11.583.756,0	57.806.104,0	62.497.566,0	57.234.833,0
Pasivo y capital social					
+ Cuentas por pagar y devengos	2.452.833,0	3.034.757,0	20.123.691,0	12.090.629,0	9.228.951,0
+ Cuentas por pagar	1.784.319,0	2.778.814,0	17.581.809,0	11.156.573,0	7.385.441,0
+ Impuestos incurridos	160.702,0	63.107,0	805.992,0	320.404,0	268.053,0
+ Interés y dividendos por pagar	60.452,0	60.451,0	32.724,0	51.710,0	24.294,0
+ Otras cuentas por pagar y en devengo	447.360,0	132.385,0	1.703.166,0	561.942,0	1.551.163,0
+ Deuda CP	102.325,0	151.844,0	3.922.558,0	2.963.111,0	2.314.497,0
+ Préstamos CP	102.325,0	151.798,0	3.922.558,0	2.963.111,0	2.264.355,0
+ Arrendamientos de capital a CP	0,0	46,0	—	—	50.142,0
+ Otros pasivos a corto plazo	121.826,0	124.563,0	1.025.250,0	15.803.146,0	14.756.264,0
+ Ingreso diferido	—	—	—	0,0	—
+ Derivados y cobertura	—	—	—	—	75.869,0
+ Pasivos varios a CP	121.826,0	124.563,0	1.025.250,0	15.803.146,0	14.680.395,0
Pasivos totales corrientes	2.676.984,0	3.311.164,0	25.071.499,0	30.856.886,0	26.299.712,0
+ Deuda LP	150.000,0	0,0	7.440.746,0	6.190.038,0	4.145.449,0
+ Préstamos a largo plazo	150.000,0	0,0	7.440.746,0	6.190.038,0	4.001.971,0
+ Arrendamientos de capital a LP	0,0	0,0	—	—	143.478,0
+ Otros pasivos a LP	83.247,0	98.181,0	7.117.835,0	6.339.433,0	7.052.534,0
+ Pasivos acum	—	—	30.229,0	42.357,0	47.639,0
+ Pasivos de pensiones	16.871,0	16.236,0	41.231,0	26.872,0	26.872,0
+ Ingreso diferido	—	—	—	0,0	—
+ Pasivo de impuesto diferido	—	—	2.903.260,0	2.965.586,0	1.425.076,0
+ Derivados y cobertura	—	—	—	—	45.179,0
+ Pasivos varios a LP	66.376,0	81.945,0	4.143.115,0	3.304.618,0	5.507.768,0
Total Noncurrent Liabilities	233.247,0	98.181,0	14.558.581,0	12.529.471,0	11.197.983,0
Pasivos totales	2.910.231,0	3.409.345,0	39.630.080,0	43.386.357,0	37.497.695,0
+ Acciones preferentes y capital híbrido	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Capital en acciones y APIC	4.826.333,0	4.905.136,0	4.847.948,0	4.847.948,0	4.847.948,0
+ Capital común	4.482,0	4.482,0	4.482,0	4.482,0	4.482,0
+ Capital adicional pagado	4.821.851,0	4.900.654,0	4.843.466,0	4.843.466,0	4.843.466,0
- Acciones de Tesorería	0,0	0,0	2.734,0	2.734,0	2.734,0
+ Beneficios retenidos	29.453,0	472.789,0	1.680.572,0	1.152.593,0	1.209.000,0
+ Otro capital	3.004.844,0	2.781.132,0	992.181,0	1.723.880,0	1.697.225,0
Capital antes de interés minoritario	7.860.630,0	8.159.057,0	7.517.967,0	7.721.687,0	7.751.439,0
+ Interés minoritario/no controlador	14.480,0	15.354,0	10.658.057,0	11.389.522,0	11.985.699,0
Patrimonio total	7.875.110,0	8.174.411,0	18.176.024,0	19.111.209,0	19.737.138,0
Pasivo y capital totales	10.785.341,0	11.583.756,0	57.806.104,0	62.497.566,0	57.234.833,0

Anexo 2. Estados de Resultado 2013 – Septiembre 2017

Almacenes Éxito SA (EXITO CB) - Ajustado					
PCO					
En Millones de COP	2013	2014	2015	2016	Sept.2017
INGRESOS OPERACIONALES					
Ingresos de servicios y ventas	10.129.436	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177
Otros Ingresos Operativos	567.525	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177
COSTO DE VENTAS	- 7.854.807	- 7.855.400	-17.787.553	-39.099.555	-30.712.228
UTILIDAD BRUTA	2.842.154	2.629.422	6.258.418	12.539.878	10.000.949
GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACION Y VENTAS					
Salarios y prestaciones sociales	- 928.540	- 803.649	-2.149.298	- 4.771.428	-3.778.840
Otros gastos operacionales de administración y ventas	- 981.588	- 198.829	-309.871	-615.103	-506.743
Depreciación y amortizaciones	- 387.438	-	-	-	-
Gastos de distribución	-	- 1.009.657	-2.403.075	-5.149.537	-4.076.355
Otros Ingresos Operativos	-	13.985	64.564	24.957	49.223
Otros gastos operativos	-	- 27.147	-169.817	-396.438	-271.052
Otras (perdidas) ganancias netas	-	1.192	59.441	-54.058	-83.471
(Perdidas) por deterioro de valor	-	-	-	-	-1.481
TOTAL GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	- 2.297.566	- 2.024.105	- 4.908.056	- 10.961.607	- 8.668.719
UTILIDAD OPERACIONAL	544.588	605.317	1.350.362	1.578.271	1.332.230
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES					
Ingresos Financieros	161.368	211.332	1.103.481	482.357	244.926
Dividendos y participaciones	12	-	-	-	-
Gastos financieros	- 81.807	- 154.970	-1.195.507	-1.744.110	-1.055.650,0
Otros Ingresos y gastos no operacionales neto	- 74.465	-	-	-	-
Participación ganancias asociadas y negocios conjuntos contabilizan utilizar	-	30.104	9.746	63.752	-41.381,0
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	5.108	86.466	- 82.280	- 1.198.001	- 852.105
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS E INTERSES MINORITARIO	549.696	691.783	1.268.082	380.270	480.125
PARTICIPACIÓN INTERES MINORITARIO	- 1.872	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS E INTERSES MINORITARIO	547.824	691.783	1.268.082	380.270	480.125
IMPUESTOS DE RENTA COMPLEMENTARIOS					
Corriente	- 47.685	-	-	-	-
Diferido	- 28.525	-	-	-	-
TOTAL IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIO	- 76.210	-	-	-	-
Corriente	- 37.722	-	-	-	-
Diferido	4.515	-	-	-	-
IMPUESTOS DE RENTA COMPLEMENTARIOS	- 33.207	-	-	-	-
TOTAL IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIO	- 109.417	- 179.750	- 387.683	- 167.814	- 134.286
UTILIDAD NETA	438.407	512.033	880.399	212.456	345.839

Anexo 3. - Calculo Beta promedio de la acción

Septiembre 2016 – septiembre 2017

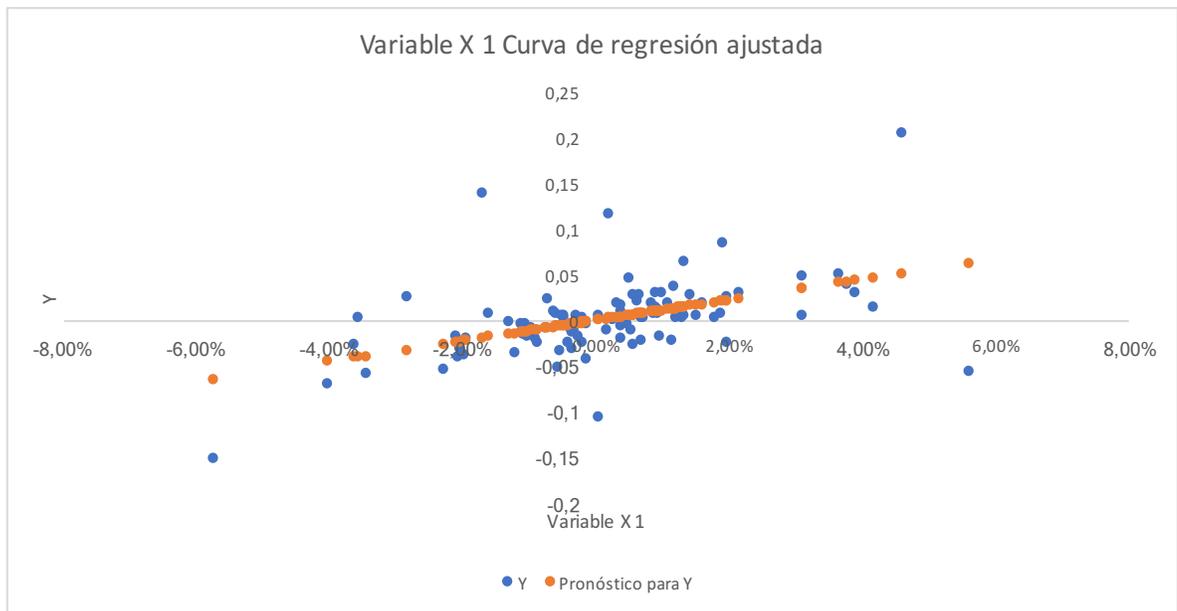
Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de	0,48462008
Coefficiente de	0,23485662
R ² ajustado	0,22696854
Error típico	0,03713717
Observaciones	99

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,04106286	0,04106286	29,7736252	3,7177E-07
Residuos	97	0,1337794	0,00137917		
Total	98	0,17484226			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,0010174	0,00375454	-0,2709659	0,78699303	-0,0084691	0,00643437	-0,0084691	0,00643437
Variable X 1	1,254025148	0,20624908	5,45652135	3,7177E-07	0,71605518	1,53474985	0,71605518	1,53474985



Septiembre 2015 – septiembre 2016

Resumen

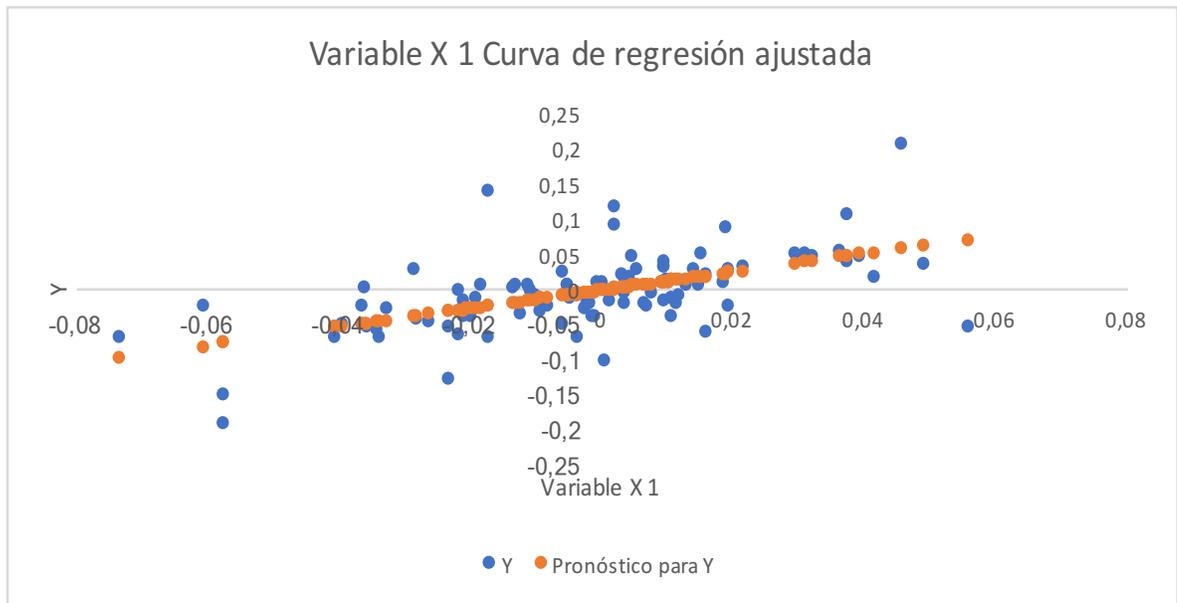
Estadísticas de la regresión

Coefficiente de	0,58105338
Coefficiente de	0,33762303
R ² ajustado	0,3307944
Error típico	0,04432215
Observaciones	99

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,09712707	0,09712707	49,4422889	2,8747E-10
Residuos	97	0,19055197	0,00196445		
Total	98	0,28767903			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,0046685	0,00446929	-1,0445792	0,29881373	-0,0135388	0,00420177	-0,0135388	0,00420177
Variable X 1	1,30913929	0,18618152	7,0315211	2,8747E-10	0,93962051	1,67865807	0,93962051	1,67865807



Septiembre 2014 – septiembre 2015

Resumen

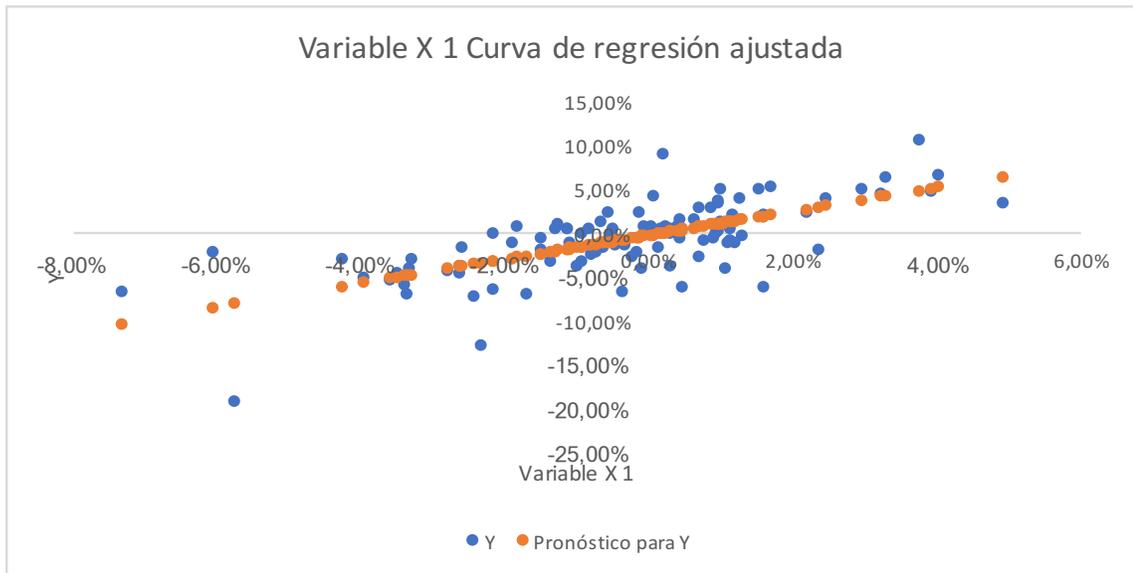
Estadísticas de la regresión

Coefficiente de	0,68932508
Coefficiente de	0,47516907
R ² ajustado	0,46981365
Error típico	0,03056775
Observaciones:	100

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,08290518	88,7267991	2,2033E-15
Residuos	98	0,09156994	0,00093439	
Total	99	0,17447512		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,0048561	0,00308598	-1,5736143	0,11879966	-0,0109802	0,00126789	-0,0109802	0,00126789
Variable X 1	1,36388808	0,14479425	9,41949039	2,2033E-15	1,0765486	1,65122757	1,0765486	1,65122757



Anexo 5. Estado de Resultado proyectado 2013 – 2022

	2013	2014	2015	2016	sept-17	4º trim. 2017	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)
Ingresos de servicios y ventas	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177	11.806.821	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238	62.069.026
Colombia	10.255.143	9.855.733	11.826.246	11.756.360	7.808.608	2.264.496	10.073.104	10.378.319	10.746.750	11.128.259	11.573.990
Brazil	-	-	9.500.932	36.182.414	29.993.647	8.698.158	38.691.805	40.239.477	42.050.253	44.068.665	46.272.099
Argentina	-	-	595.882	1.324.595	997.344	289.230	1.286.574	1.316.294	1.348.674	1.391.158	1.439.848
Jruguay	441.818	629.089	2.122.911	2.376.064	1.913.578	554.938	2.468.516	2.532.697	2.608.678	2.692.156	2.783.689
Otros Ingresos Operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	10.696.961	10.484.822	24.045.971	51.639.433	40.713.177	11.806.821	52.519.998	54.466.787	56.754.355	59.280.238	62.069.026
COSTO DE VENTAS	-	7.854.400	17.787.553	39.099.555	30.712.228	8.677.771	-39.389.999	-40.850.090	-42.565.767	-44.460.179	-46.551.769
UTILIDAD BRUTA	2.842.154	2.629.422	6.258.418	12.539.878	10.000.949	3.129.051	13.130.000	13.616.697	14.188.589	14.820.060	15.517.256
INGRESOS Y GASTOS OPERACIONALES											
Salarios y prestaciones sociales	-	928.540	-	2.149.298	-	4.771.428	-	3.778.840	-	1.084.907	-
Gastos operacionales de administración y ventas	-	981.588	-	180.545	-	309.871	-	445.163	-	360.095	-
Depreciación y amortización gasto de Administración y venta	-	-	-	18.284	-	-	-	169.940	-	146.648	-
Gastos de distribución	-	-	-	830.613	-	2.403.075	-	4.433.310	-	3.472.631	-
Depreciación y amortización gasto de distribución	-	-	-	179.044	-	-	-	716.227	-	603.724	-
Otros Ingresos Operativos	-	13.985	-	64.564	-	24.957	-	49.223	-	4.783	-
Otros gastos Operativos	-	-	-	27.147	-	169.817	-	396.438	-	271.052	-
Otros (perdidas) ganancias netas	-	1.192	-	59.441	-	54.058	-	83.471	-	2.142	-
Perdidas por deterioro de valor	-	-	-	-	-	1.481	-	-	-	526	-
COSTOS OPERACIONALES	-	2.297.566	-	4.908.056	-	8.668.719	-	8.668.719	-	2.569.590	-
GANANCIA (PÉRDIDA) POR ACTIVIDADES DE LA OPERACIÓN	544.588	605.317	1.350.362	1.578.271	1.332.230	559.461	1.891.691	1.961.811	2.044.206	2.135.184	2.235.632
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES											
Ingresos Financieros	161.368	211.332	1.103.481	482.357	244.926	158.342	403.268	418.217	435.781	455.176	476.589
Dividendos y participaciones	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos financieros	-	81.807	-	1.195.507	-	1.055.650	-	1.567.820	-	1.625.935	-
Otros Ingresos y gastos no operacionales neto	-	74.465	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participación ganancias asociadas y negocios conjuntos co	-	30.104	9.746	63.752	41.381	47.110	47.110	47.110	47.110	47.110	47.110
Participación interes minoritario	-	1.872	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	3.236	86.466	82.280	1.198.001	852.105	306.717	1.117.441	1.160.608	1.211.332	1.267.339	1.329.176
GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS	547.824	691.783	1.268.082	380.270	480.125	252.743	774.249	801.202	832.874	867.845	906.455
COSTO POR IMPUESTO REAL 33,56% Y PROYECTADO	-	109.417	-	387.683	167.814	84.821	270.987	280.421	291.506	303.746	317.259
GANANCIA NETA DEL EJERCICIO POR OPERACIONES CONTINUADAS	438.407	512.033	880.399	212.456	345.839	167.923	503.262	520.782	541.368	564.099	589.196