



VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A. COLOMBIA
MEDIANTE EL MÉTODO DE MÚLTIPLOS

VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumnos:

Mario Alejandro Pulgar Lizana

Profesor Guía:

Mauricio Alejandro Jara Bertín

Santiago, Mayo del 2018

*Dedico este trabajo a mis hijos,
Adela y Julián, por regalarme su valioso
tiempo y amor infinito y a Loreto por su
apoyo. Para ellos va todo este esfuerzo y así
tengan una vida plena y llena de momentos
felices.*

Mario Pulgar Lizana

Tabla de contenido

1. Resumen ejecutivo	6
2. Metodología de valorización.....	8
2.1. Principales Métodos de Valoración	8
2.1.1. Modelo de descuento de dividendos	9
2.1.2. Método de Flujos de Caja Descontados.....	10
2.1.3. Método de múltiplos	12
3. Descripción de la Empresa e Industria.....	14
3.1. Ficha	14
3.2. Descripción del negocio	14
3.3. Unidades de Negocio	15
3.4. Filiales	17
3.5. Participación accionaria y número de acciones de los principales socios	26
3.6. Antecedentes de la Industria	26
4. Valoración de Almacenes Éxito	30
4.1. Estructura de capital Almacenes Éxito	30
4.1.1. Deuda financiera de la Empresa	30
4.2. Costo de la deuda, patrimonial, y capital de Almacenes Éxito	33
4.2.1. Costo de la Deuda (kb)	33
4.2.2. Beta de la Deuda (βb).....	34
4.2.3. Beta de la Acción ($\beta pc/d$)	34
4.2.4. Beta Patrimonial sin deuda ($\beta ps/d$).....	38
4.2.5. Beta Patrimonial con deuda ($\beta pc/d$).....	40
4.2.6. Costo Patrimonial (kp)	41
4.2.7. Costo de Capital ($k0$)	42
5. Valorización de Almacenes Éxito S.A a través de Múltiplos	44
5.1. Múltiplo de Ganancia	53
5.2. Múltiplo Valor Libro.....	54
5.3. Múltiplo de Ganancia	55

5.4. Indicadores de la empresa	55
5.5. Price – Earning (Precio Útilidad) (PE)	58
5.6. Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	58
5.7. Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT).....	59
5.8. Price to Book Equity (PBV)	59
5.9. Value to Book Ratio	60
5.10. Price to Sales Ratio (PS).....	60
5.11 Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	61
6. Conclusiones	62
7. Bibliografía	64
8. Anexos	66

Índice de ilustraciones

Ilustración 1. Accionistas Grupo Éxito	26
Ilustración 2. Premio riesgo de mercado y Tasa libre de Riesgo	34
Ilustración 3. Canasta renta variable COLQTY	36
Ilustración 4. Rentabilidad COLCAP - COLEQTY	37
Ilustración 5. Premio riesgo mercado y Tasa libre de riesgo	41
Ilustración 6. Ubicación Geográfica	44
Ilustración 7. Líneas de negocio	45

Índice de Tablas

Tabla 1. Deuda Financiera Almacenes Éxito S.A	31
Tabla 2. Patrimonio Económico Almacenes Éxito S.A	31
Tabla 3. Estructura Capital Histórico	32
Tabla 4. Estructura Capital Objetivo.....	32
Tabla 5. Costo de la deuda	33
Tabla 6. Beta de la acción y P-Value	38
Tabla 7. Estructura Capital Objetivo.....	38
Tabla 8. Tasas impositivas	39
Tabla 9. Estructura capital objetivo	40
Tabla 10. Tasa impositiva a largo a plazo	42
Tabla 11. Resumen	43
Tabla 12. Ingreso por país	45
Tabla 13. Ingreso de línea de negocio.....	46
Tabla 14. Cálculos de múltiplos	47
Tabla 15. Earnings per Share	48
Tabla 16. EBITDA.....	49
Tabla 17. EBIT	50
Tabla 18. Renevues	51
Tabla 19. Enterprice Value (EV)	52
Tabla 20. Múltiplo de ganancia de la Industria	54
Tabla 21. Múltiplo valor libro en la industria.....	54
Tabla 22. Múltiplos de ingresos de la industria.....	55
Tabla 23. Earning per Share	56
Tabla 24. Indicadores bursátiles Almacenes Éxito S.A	57
Tabla 25. Tabla de múltiplos Almacenes Éxito S.A.....	61

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 valorización tratara de asimilar el precio de la acción a través de metodologías de valorización 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 valorización ¿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 valorización 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 valorización 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.

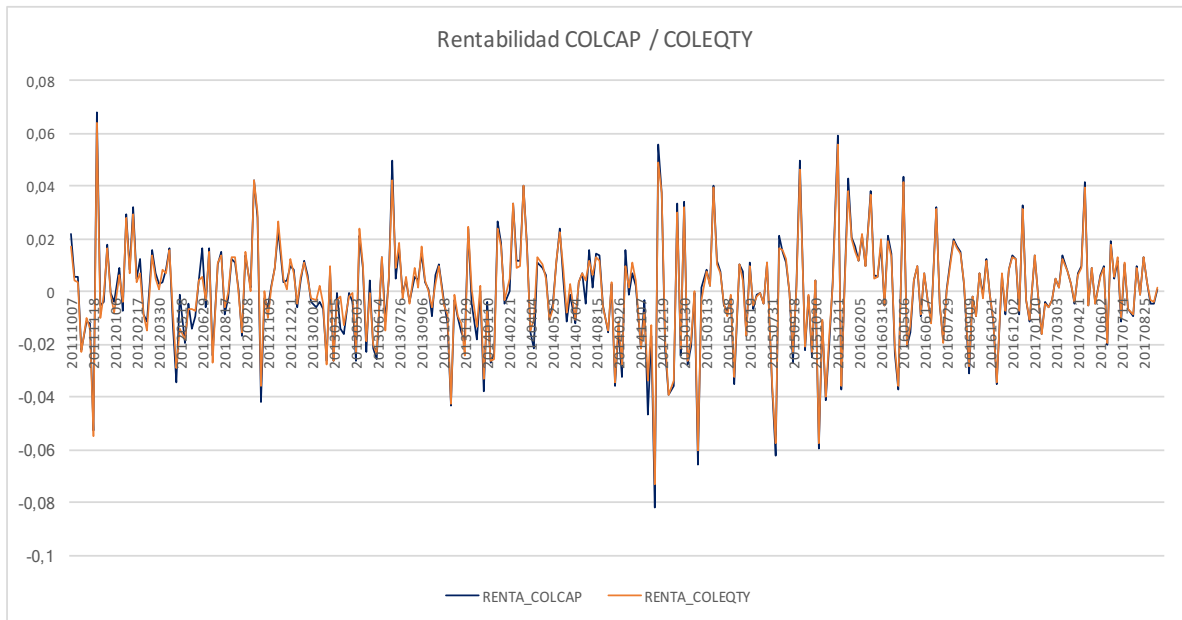
Ilustración 3. Canasta renta variable COLQTY

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%
PFBCOLOM	BANCOLOMBIA S.A.	0.0022503604	22.800,000	5,317%
CEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0.0052131464	8.780,000	4,743%
PREC	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	0.0013455029	30.980,000	4,320%
ISA	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	0.0046514804	8.280,000	3,991%
CORFICOLCF	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	0.0009590823	37.500,000	3,727%
PFGRUPSURA	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	0.0010091890	31.600,000	3,305%
ISAGEN	ISAGEN S.A. E.S.P.	0.0097708995	3.240,000	3,281%
BOGOTA	BANCO DE BOGOTA S.A.	0.0004590933	68.780,000	3,272%
PFGRUPOARG	GRUPO ARGOS S.A.	0.0015907950	18.300,000	3,017%
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%
PFCEMARGOS	CEMENTOS ARGOS S.A.	0.0023310035	8.940,000	2,160%
OCCIDENTE	BANCO DE OCCIDENTE S.A.	0.0003566637	40.100,000	1,482%
GRUPOAVAL	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	0.0076496750	1.195,000	0,947%
CNEC	CANACOL ENERGY LTD	0.0005997939	11.920,000	0,741%
ODINSA	ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	0.0008420618	8.100,000	0,707%
MINEROS	MINEROS S.A.	0.0019507570	3.130,000	0,633%
PFAVH	AVIANCA HOLDINGS S.A.	0.0013535004	4.250,000	0,596%
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. Valorización de Almacenes Éxito S.A a través de Múltiplos

El otro modelo a seguir para valorizar empresas es a través de múltiplos comparables, en los cuales debemos considerar aquellas empresas que posean riesgos, características de flujos y tasas de crecimientos similares.

En el mercado sudamericano, aquellas empresas que son similares a Almacenes Éxito S.A, por rubro y ubicación geográfica son Cencosud S.Ay S.A.C.IFalabella

Ilustración 6. Ubicación Geográfica

Pais	Empresas		
	Falabella	Cencosud	Éxito
Argentina	x	x	x
Brasil	x	x	x
Colombia	x		x
Chile	x	x	
Perú	x	x	
Uruguay	x		x

Para entender los alcances de ingresos en las actividades ordinarias de las empresas mencionadas, lo subdividimos en los países en los cuales se generan, por un lado S.A.C.I Falabella origina sus ingresos en un 51% en Chile, mientras que el 67% de Cencosud S.A proviene de Chile y Argentina

Tabla 12. Ingreso por país

Falabella						
Pais	2015	%	2016	%	Sept. 2017	%
Chile	4.631.523	59,74%	4.928.064	62,39%	3.706.756	62,73%
Argentina	685.279	8,84%	538.010	6,81%	407.128	6,89%
Brasil	164.812	2,13%	167.504	2,12%	138.763	2,35%
Perú	1.907.966	24,61%	1.890.834	23,94%	1.401.545	23,72%
Colombia	363.629	4,69%	373.889	4,73%	254.998	4,32%
Total	7.753.210	100,00%	7.898.302	100,00%	5.909.190	100,00%

Cencosud						
Pais	2015	%	2016	%	Sept. 2017	%
Chile	4.140.385	37,67%	4.343.963	42,04%	3.200.498	42,07%
Argentina	3.254.841	29,61%	2.524.992	24,44%	1.904.018	25,03%
Brasil	1.682.600	15,31%	1.589.769	15,39%	1.178.948	15,50%
Perú	994.329	9,05%	985.729	9,54%	711.344	9,35%
Colombia	919.183	8,36%	888.547	8,60%	612.329	8,05%
Total	10.991.338	100%	10.333.000	100%	7.607.136	100,00%

Rubro: RETAIL

Ilustración 7. Líneas de negocio

Líneas	Empresas		
	Falabella	Cencosud	Éxito
Tiendas por departamento	x	x	
Mejoramiento del hogar	x	x	
Supermercados	x	x	x
Servicios financieros	x	x	x
Inmobiliaria	x	x	x

Al igual como lo realizamos la subdivisión por área geográfica, en esta oportunidad lo dividiremos por línea de negocio (donde se identifican, tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, servicios financieros, inmobiliaria), de esta forma podemos observar que el 47,20% de los ingresos de S.A.C.I Falabella provienen

de tiendas por departamentos y el 72,09% de los ingresos de Cencosud S.A provienen de supermercados

Tabla 13. Ingreso de línea de negocio

Falabella						
Línea de negocio	2015	%	2016	%	Sept. 2017	%
Tiendas por departamento	3.664.186	47,26%	3.766.296	47,68%	2.789.081	47,20%
Mejoramiento del hogar	2.772.706	35,76%	2.760.015	34,94%	2.082.769	35,25%
Supermercados	1.316.317	16,98%	1.371.990	17,37%	1.037.340	17,55%
Total	7.753.210	100,00%	7.898.302	100,00%	5.909.190	100%
Cencosud						
Línea de negocio	2015	%	2016	%	Sept. 2017	%
Supermercado	8.045.566	73,20%	7.487.810	72,47%	5.483.995	72,09%
Mejoramiento del hogar	1.469.246	13,37%	1.294.348	12,53%	961.737	12,64%
Tiendas por departamento	1.051.642	9,57%	1.126.931	10,91%	801.686	10,54%
Centros comerciales	248.026	2,26%	238.722	2,31%	184.610	2,43%
Servicios financieros	176.858	1,61%	185.189	1,79%	175.109	2,30%
Total	10.991.338	100,00%	10.333.000	100,00%	7.607.136	100,00%

Para el cálculo de los múltiplos, debemos considerar que las transacciones financieras de los instrumentos de las tres empresas se tranzan en la Bolsa de Nueva York (NYSE), adicionalmente se encuentran en países miembros de la Alianza del Pacífico, tranzando sus instrumentos en el Mercado Integrado Latinoamericano, esta información implica que se encuentran dentro del marco normativo estandarizado para los títulos negociados. A su vez, Grupo Éxito tiene presencia bursátil en la Bolsa de Valores de Sao Paulo.

Tabla 14. Cálculos de múltiplos

	Cencosud		Falabella	
	sept-16	sept-17	sept-16	sept-17
Market price per share	1.975	1.959,00	4821,80	6.225,00
Numero de acciones	2.862.608.872	2.862.608.872	2.434.465.103	2.434.465.103
Earnings per share	142,75	97,13	292,61	226,69
Market value of equity	5.654.797.566	5.607.850.780,25	11.738.503.833,65	15.154.545.266,18
Market value of debt	9.809.450.478,00	9.918.031.391,00	10.429.195.457,00	11.310.280.430,00
Cash	196.541.377	145.653.012	159.692.177	208.937.655
EBITDA	1.090.783.435	906.752.969	906.027.329	535.241.020
EBIT	855.758.616	696.452.985	889.298.991	516.210.395
Book value of equity	3.954.533.916	3.952.612.869	4.778.012.213	5.336.735.171
Book value of debt	6.043.594.066	5.858.273.714	8.120.681.299	8.756.775.231
Revenues	10.530.899.762	10.458.092.417	7.946.080.475	8.099.550.188
EV	15.267.706.667	15.380.229.159	22.008.007.114	26.255.888.041

Market Price per Share: Precios de acciones (cierre), correspondientes al 30 de septiembre de 2016 y 30 de septiembre de 2017 (Bolsa de comercio de Santiago).

Número de acciones: datos nota de los estados financieros

Earnings per Share: Para el cálculo de las ganancias por acción debemos considerar un resultado anual, para esto debemos saber considerar el estado de resultado entre septiembre 2016 y septiembre 2017, por lo cual debemos tomar el resultado de enero a diciembre 2016, restamos los resultados obtenidos durante los tres primeros trimestres (acumulado) 2016 y adicionamos los resultados obtenidos durante los tres trimestres del 2017, para posteriormente dividir por el número de acciones, de esta forma anualizamos los resultados y podemos calcular el comparable:

Tabla 15. Earnings per Share

Falabella

(+) Resultado del ejercicio Enero 2016 a Diciembre 2016	678.031.990
(-) Resultado del ejercicio Enero 2016 a Septiembre 2016	488.807.364
(+) Resultado del ejercicio Enero 2017 a Septiembre 2017	362.647.894
(=) Resultado del ejercicio Septiembre 2016 a Septiembre 2017	551.872.520
Numero de acciones	2.434.465.103
Ganancia por acción	226,69

(+) Resultado del ejercicio Enero 2015 a Diciembre 2015	570.536.492
(-) Resultado del ejercicio Enero 2015 a Septiembre 2015	346.989.856
(+) Resultado del ejercicio Enero 2016 a Septiembre 2016	488.807.364
(=) Resultado del ejercicio Septiembre 2015 a Septiembre 2016	712.354.000
Numero de acciones	2.434.465.103
Ganancia por acción	293

Cencosud

(+) Resultado del ejercicio Enero 2016 a Diciembre 2016	387.797.470
(-) Resultado del ejercicio Enero 2016 a Septiembre 2016	230.345.100
(+) Resultado del ejercicio Enero 2017 a Septiembre 2017	120.580.809
(=) Resultado del ejercicio Septiembre 2016 a Septiembre 2017	278.033.179
Numero de acciones	2.862.608.872
Ganancia por acción	97,13

(+) Resultado del ejercicio Enero 2015 a Diciembre 2015	222.740.459
(-) Resultado del ejercicio Enero 2015 a Septiembre 2015	44.449.693
(+) Resultado del ejercicio Enero 2016 a Septiembre 2016	230.345.100
(=) Resultado del ejercicio Septiembre 2015 a Septiembre 2016	408.635.866
Numero de acciones	2.862.608.872
Ganancia por acción	142,75

Market Value of Equity: Resultado de la sustracción entre “Market value of equity” y “Enterprise value” (EV) y adicionamos la partida “Efectivo y equivalentes al efectivo” del Estado de cambio en la situación financiera.

CASH: Dato obtenido del estado de resultado a septiembre 2017

EBITDA: Datos tomados del análisis razonado de S.A.C.I Falabella y Cencosud S.A, para el cálculo del EBITDA debemos considerar el EBITDA entre septiembre 2016 y septiembre 2017, por lo cual debemos tomar el resultado de enero a diciembre 2016, restamos los resultados obtenidos durante los tres primeros trimestres (cumulado) 2016 y adicionamos los resultados obtenidos durante los tres trimestres del 2017:

Tabla 16. EBITDA

Falabella	
(+) EBITDA Enero 2016 a Diciembre 2016	630.661.020
(-) EBITDA Enero 2016 a Septiembre 2016	510.684.029
(+) EBITDA Enero 2017 a Septiembre 2017	415.264.029
(=) EBITDA Septiembre 2016 a Septiembre 2017	535.241.020
(+) EBITDA Enero 2015 a Diciembre 2015	758.887.667
(-) EBITDA Enero 2015 a Septiembre 2015	363.544.367
(+) EBITDA Enero 2016 a Septiembre 2016	510.684.029
(=) EBITDA Septiembre 2015 a Septiembre 2016	906.027.329
Cencosud	
(+) EBITDA Enero 2016 a Diciembre 2016	1.041.578.762
(-) EBITDA Enero 2016 a Septiembre 2016	669.913.894
(+) EBITDA Enero 2017 a Septiembre 2017	535.088.101
(=) EBITDA Septiembre 2016 a Septiembre 2017	906.752.969
(+) EBITDA Enero 2015 a Diciembre 2015	868.554.879
(-) EBITDA Enero 2015 a Septiembre 2015	447.685.338
(+) EBITDA Enero 2016 a Septiembre 2016	669.913.894
(=) EBITDA Septiembre 2015 a Septiembre 2016	1.090.783.435

EBIT: Datos tomados del análisis razonado de S.A.C.I Falabella y Cencosud S.A, para el cálculo del EBIT debemos considerar el EBIT entre septiembre 2016 y septiembre 2017, por lo cual debemos tomar el resultado de enero a diciembre 2016, restamos los resultados obtenidos durante los tres primeros trimestres (acumulado) 2016 y adicionamos los resultados obtenidos durante los tres trimestres del 2017:

Tabla 17. EBIT

Falabella

(+) EBIT Enero 2016 a Diciembre 2016	613.850.236
(-) EBIT Enero 2016 a Septiembre 2016	498.257.296
(+) EBIT Enero 2017 a Septiembre 2017	400.617.455
(=) EBIT Septiembre 2016 a Septiembre 2017	516.210.395

(+) EBIT Enero 2015 a Diciembre 2015	743.249.314
(-) EBIT Enero 2015 a Septiembre 2015	352.207.619
(+) EBIT Enero 2016 a Septiembre 2016	498.257.296
(=) EBIT Septiembre 2015 a Septiembre 2016	889.298.991

Cencosud

(+) EBIT Enero 2016 a Diciembre 2016	813.865.343
(-) EBIT Enero 2016 a Septiembre 2016	489.425.769
(+) EBIT Enero 2017 a Septiembre 2017	372.013.411
(=) EBIT Septiembre 2016 a Septiembre 2017	696.452.985

(+) EBIT Enero 2015 a Diciembre 2015	650.064.567
(-) EBIT Enero 2015 a Septiembre 2015	283.731.720
(+) EBIT Enero 2016 a Septiembre 2016	489.425.769
(=) EBIT Septiembre 2015 a Septiembre 2016	855.758.616

Book Value of Equity: Datos contenido en los estados de cambio en la situación financiera (anualizado)

Book Value of Debt: Pasivos financieros totales de los estados de Resultado

Renueves: Ingresos provenientes de los estados de resultado de S.A.C.I Falabella y Cencosud S.A, para el cálculo del Renueves debemos considerar los ingresos de las actividades ordinarias totales entre septiembre 2016 y septiembre 2017, por lo cual debemos tomar el resultado de enero a diciembre 2016, restamos los resultados obtenidos durante los tres primeros trimestres (Acumulado) 2016 y adicionamos los resultados obtenidos durante los tres trimestres del 2017:

Tabla 18. Renueves

Falabella

(+) Ingreso actividades ordinarias Enero 2016 a Diciembre 2016	7.898.301.784
(-) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2016 a Septiembre 2016	5.707.941.211
(+) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2017 a Septiembre 2017	5.909.189.615
(=) Ingreso por actividades ordinarias Septiembre 2016 a Septiembre 2017	8.099.550.188

(+) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2015 a Diciembre 2015	7.753.209.572
(-) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2015 a Septiembre 2015	5.515.070.308
(+) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2016 a Septiembre 2016	5.707.941.211
(=) Ingreso por actividades ordinarias Septiembre 2015 a Septiembre 2016	7.946.080.475

Cencosud

(+) Ingreso actividades ordinarias Enero 2016 a Diciembre 2016	10.333.001.434
(-) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2016 a Septiembre 2016	7.482.045.418
(+) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2017 a Septiembre 2017	7.607.136.401
(=) Ingreso por actividades ordinarias Septiembre 2016 a Septiembre 2017	10.458.092.417
(+) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2015 a Diciembre 2015	10.991.337.710
(-) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2015 a Septiembre 2015	7.942.483.366
(+) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2016 a Septiembre 2016	7.482.045.418
(=) Ingreso por actividades ordinarias Septiembre 2015 a Septiembre 2016	10.530.899.762

Enterprise Value (EV): Cifras adquiridas de la capitalización bursátil descontando caja total entre septiembre 2016 y septiembre 2017, por lo cual debemos tomar el resultado de enero a diciembre 2016, restamos los resultados obtenidos durante los tres primeros trimestres (acumulado) 2016 y adicionamos los resultados obtenidos durante los tres trimestres del 2017.

Tabla 19. Enterprise Value (EV)

Falabella

(=) Capitalización bursatil Septiembre 2016 a Septiembre 2017	15.154.545.266
(+)Deuda Enero 2016 a Diciembre 2016	3.954.484.872
(-) Deuda Enero 2016 a Septiembre 2016	3.696.138.169
(+) Deuda Enero 2017 a Septiembre 2017	4.020.669.200
(=) Deuda Septiembre 2016 a Septiembre 2017	11.671.292.241
(+)Caja Enero 2016 a Diciembre 2016	201.319.634
(-)Caja Enero 2016 a Septiembre 2016	159.692.177
(+) Caja Enero 2017 a Septiembre 2017	208.937.655
(=) Caja Septiembre 2016 a Septiembre 2017	569.949.466
(=) Enterprise Value 2016 a Septiembre 2017	26.255.888.041
(=) Capitalización bursatil Septiembre 2015 a Septiembre 2016	11.738.503.834
(+)Deuda Enero 2015 a Diciembre 2015	3.618.583.815
(-) Deuda Enero 2015 a Septiembre 2015	3.505.710.334
(+) Deuda Enero 2016 a Septiembre 2016	3.696.138.169
(=) Deuda Septiembre 2015 a Septiembre 2016	10.820.432.318
(+)Caja Enero 2015 a Diciembre 2015	207.308.226
(-)Caja Enero 2015 a Septiembre 2015	183.928.635
(+) Caja Enero 2016 a Septiembre 2016	159.692.177
(=) Caja Septiembre 2015 a Septiembre 2016	550.929.038
(=) Enterprise Value 2015 a Septiembre 2016	22.008.007.114

Cencosud

(=) Capitalización bursatil Septiembre 2016 a Septiembre 2017	5.607.850.780
(+)Deuda Enero 2016 a Diciembre 2016	3.418.002.790
(-) Deuda Enero 2016 a Septiembre 2016	3.464.303.799
(+) Deuda Enero 2017 a Septiembre 2017	3.507.485.182
(=) Deuda Septiembre 2016 a Septiembre 2017	10.389.791.771
(+)Caja Enero 2016 a Diciembre 2016	275.219.003
(-) Caja Enero 2016 a Septiembre 2016	196.541.377
(+) Caja Enero 2017 a Septiembre 2017	145.653.012
(=) Caja Septiembre 2016 a Septiembre 2017	617.413.392
(=) Enterprise Value 2016 a Septiembre 2017	15.380.229.159
(=) Capitalización bursatil Septiembre 2015 a Septiembre 2016	5.654.797.566
(+)Deuda Enero 2015 a Diciembre 2015	3.358.999.005
(-) Deuda Enero 2015 a Septiembre 2015	3.478.108.267
(+) Deuda Enero 2016 a Septiembre 2016	3.464.303.799
(=) Deuda Septiembre 2015 a Septiembre 2016	10.301.411.071
(+)Caja Enero 2015 a Diciembre 2015	268.275.126
(-) Caja Enero 2015 a Septiembre 2015	223.685.467
(+) Caja Enero 2016 a Septiembre 2016	196.541.377
(=) Caja Septiembre 2015 a Septiembre 2016	688.501.970
(=) Enterprise Value 2015 a Septiembre 2016	15.267.706.667

5.1. Múltiplo de Ganancia

Las ratios a utilizar para el cálculo son:

$$\text{Price earning ratio} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

$$\text{Enterprise value to EBITDA} = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Market value of debt} - \text{Cash}}{\text{EBITDA}}$$

$$\text{Enterprise value to EBIT} = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Market value of debt} - \text{Cash}}{\text{EBIT}}$$

Tabla 20. Múltiplo de ganancia de la Industria

EMPRESA	TIPO DE MÚLTIPLO	MULTIPLICOS	sept-16	sept-17	Promedio
CENCOSUD	Múltiplos de ganancia	Price earning ratio (Precio utilidad)(PE)	13,84	20,17	17,00
		Enterprice value to EBITDA (EV/EBITDA)	14,00	16,96	15,48
		Enterprice value to EBIT (EV/EBIT)	17,84	22,08	19,96
FALABELLA	Múltiplos de ganancia	Price earning ratio (Precio utilidad)(PE)	16,48	27,46	21,97
		Enterprice value to EBITDA (EV/EBITDA)	24,29	49,05	36,67
		Enterprice value to EBIT (EV/EBIT)	24,75	50,86	37,81
INDUSTRIA	Múltiplos de ganancia	Price earning ratio (Precio utilidad)(PE)	15,16	23,81	19,49
		Enterprice value to EBITDA (EV/EBITDA)	19,14	33,01	26,08
		Enterprice value to EBIT (EV/EBIT)	21,29	36,47	28,88

5.2. Múltiplo Valor Libro

$$Price\ to\ book\ equity = \frac{Market\ value\ of\ equity}{Book\ value\ of\ equity}$$

$$Price\ to\ book\ equity = \frac{Market\ value\ of\ equity + Market\ value\ of\ debt}{Book\ value\ of\ equity + Book\ value\ of\ debt}$$

Tabla 21. Múltiplo valor libro en la industria

EMPRESA	TIPO DE MÚLTIPLO	MULTIPLICOS	sept-16	sept-17	Promedio
CENCOSUD	Múltiplo de valor libro	Price book equity (PBV)	1,43	1,42	1,42
		Value to book ratio	1,55	1,58	
FALABELLA	Múltiplo de valor libro	Price book equity (PBV)	2,46	2,84	2,65
		Value to book ratio	1,72	1,88	
INDUSTRIA	Múltiplo de valor libro	Price book equity (PBV)	1,94	2,13	2,04
		Value to book ratio	1,63	1,73	

5.3. Múltiplo de Ganancia

$$\text{Price to book equity} = \frac{\text{Market value of equity}}{\text{Revenues}}$$

$$\text{Enterprise value to sales ratio} = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Market value of debt} - \text{Cash}}{\text{Revenues}}$$

Tabla 22. Múltiplos de ingresos de la industria

EMPRESA	TIPO DE MÚLTIPLO	MULTIPLICOS	sept-16	sept-17	Promedio
CENCOSUD	Múltiplos de ingresos	Price to sales ratio (PS)	0,54	0,54	0,54
		Enterprise value to sales ratio (VS)	1,45	1,47	1,46
FALABELLA	Múltiplos de ingresos	Price to sales ratio (PS)	1,48	1,87	1,67
		Enterprise value to sales ratio (VS)	2,77	3,24	3,01
INDUSTRIA	Múltiplos de ingresos	Price to sales ratio (PS)	1,01	1,20	1,11
		Enterprise value to sales ratio (VS)	2,11	2,36	2,23

5.4. Indicadores de la empresa

Para estimar los comparables de Almacenes Éxito consideramos los siguientes datos, en relación a los múltiplos calculados con anterioridad (datos acumulados desde el 30 de septiembre 2016 al 30 de septiembre del 2017).

Posteriormente calculamos la anualidad de aquellas comparables faltantes (EBITDA, EBIT y CASH, son datos adquiridos de los análisis razonados):

Tabla 23. Earning per Share

Earnings per share

(+) Resultado del ejercicio Enero 2016 a Diciembre 2016	-	622.395
(-) Resultado del ejercicio Enero 2016 a Septiembre 2016	-	705.349
(+) Resultado del ejercicio Enero 2017 a Septiembre 2017		345.839
(=) Resultado del ejercicio Septiembre 2016 a Septiembre 2017		428.793
Numero de acciones		447.604.316
Ganancia por acción		957,97

Revenues

(+) Ingreso actividades ordinarias Enero 2016 a Diciembre 2016		51.639.433
(-) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2016 a Septiembre 2016	▼	36.668.832
(+) Ingreso por actividades ordinarias Enero 2017 a Septiembre 2017		40.713.177
(=) Ingreso por actividades ordinarias Septiembre 2016 a Septiembre 2017		55.683.778

Enterprise Value (EV)

(=) Capitalización bursatil Septiembre 2016 a Septiembre 2017		6.919.962.725
(+) Deuda Enero 2016 a Diciembre 2016		28.849.727
(-) Deuda Enero 2016 a Septiembre 2016		29.576.835
(+) Deuda Enero 2017 a Septiembre 2017		28.226.144
(=) Deuda Septiembre 2016 a Septiembre 2017		27.499.036
(+) Caja Enero 2016 a Diciembre 2016		18.703.242,0
(-) Caja Enero 2016 a Septiembre 2016		12.585.398,0
(+) Caja Enero 2017 a Septiembre 2017		7.799.136,0
(=) Caja Septiembre 2016 a Septiembre 2017		13.916.980,0
(=) Enterprise Value 2016 a Septiembre 2017		6.933.544.781

Lo cual no permite obtener los siguientes resultados:

Tabla 24. Indicadores bursátiles Almacenes Éxito S.A

<i>Almacenes Éxito</i>	sept-17
Market price per share	15.460
Numero de acciones	447.604.316
Earnings per share	957,97
Market value of equity	6.919.962.725
Market value of debt	15.641.066
Cash	2.059.010,0
EBITDA	4.049.138,0
EBIT	2.610.525,0
Book value of equity	19.737.138,0
Book value of debt	37.497.695,0
Revenues	55.683.778
EV	6.933.544.781
Ventas	54.418.056,0
Interes Minoritario	11.985.699,0
Valor libro de Patrimonio	19.737.138,0
Valor libro de empresa	57.234.833,0
Deuda Financiera	9.006.465
Utilidad neta (despues de impuesto)	428.793

Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria

A continuación, presentamos los valores estimados y la forma en la cual fueron calculados.

5.5. Price – Earning (Precio Útilidad) (PE)

$$\text{Precio} = \text{Utilidad por acción} * \text{Price Earning Ratio Industria}$$

<i>Price earning ratio (Precio utilidad)(PE)</i>	Utilidad por acción	Price Earning Ratio INDUSTRIA	Price earning ratio ÉXITO	Valor Acción	Dif.
Precio = Utilidad por acción * Price Earning Ratio Industr	957,97	19,49	18.668	15.460	17%

Al analizar el primer comparable presenta una diferencia de un 17% sobre el precio de la acción al 30 de septiembre del 2017

5.6. Enterprice Value to EBITDA (EV/EBITDA)

$$\text{Valor de empresa} = \text{EBITDA} * \text{Enterprise Value To EBITDA Industria}$$

$$\text{Patrimonio} = \text{Valor empresa} - \text{Deuda financiera} - \text{Interés minoritario}$$

$$\text{Precio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Cantidad de acciones a septiembre 30 de 2017 en millones}}$$

<i>Enterprice value to EBITDA (EV/EBITDA)</i>	Valor Empresa	Patrimonio	Precio	Enterprice value to EBITDA Éxito	Valor acción	Dif. %
	105.585.197	84.593.033	18.899	18.899	15.460	18%

Al analizar el primer comparable presenta una diferencia de un 18% sobre el precio de la acción al 30 de septiembre del 2017

5.7. Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)

$Valor\ de\ empresa = EBIT * Enterprise\ Value\ To\ EBIT\ Industria$

$Patrimonio = Valor\ empresa - Deuda\ financiera - Interés\ minoritario$

$Precio = \frac{Patrimonio}{Cantidad\ de\ acciones\ a\ septiembre\ 30\ de\ 2017\ en\ millones}$

<i>Enterprise value to EBIT (EV/EBIT)</i>	Valor Empresa	Patrimonio	Precio	Enterprise value to EBITDA Éxito	Valor acción	Dif. %
	75.401.849	54.409.685	12155,76	12.156	15.460	-27%

Al analizar el primer comparable presenta una diferencia de un 27% sobre el precio de la acción al 30 de septiembre del 2017

5.8. Price to Book Equity (PBV)

$Patrimonio = Valorenlibrosdelpatrimonio * PricetobookequityIndustria$

$Precio = \frac{Patrimonio}{Cantidad\ de\ acciones\ a\ septiembre\ 30\ de\ 2017\ en\ millones}$

<i>Price book equity (PBV)</i>	Valor Empresa	Patrimonio	Precio	Price book equity (PBV)	Valor acción	Dif. %
	-	40.190.562	8.979	8.979	15.460	-72%

Al analizar el primer comparable presenta una diferencia de un 72% sobre el precio de la acción al 30 de septiembre del 2017

5.9. Value to Book Ratio

$$\text{Valor de empresa} = \text{Valor libro de la empresa} * \text{Price to book ratio Industria}$$

$$\text{Patrimonio} = \text{Valor empresa} - \text{Deuda financiera} - \text{Interés minoritario}$$

$$\text{Precio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Cantidad de acciones a septiembre 30 de 2017 en millones}}$$

<i>Value to book ratio</i>	Valor Empresa	Patrimonio	Precio	Value to book ratio	Valor acción	Dif. %
	116.546.791	95.554.627	21.348	21.348	15.460	28%

Al analizar el primer comparable presenta una diferencia de un 28% sobre el precio de la acción al 30 de septiembre del 2017

5.10. Price to Sales Ratio (PS)

$$\text{Patrimonio} = \text{Ventas} * \text{Price to sales ratio Industria}$$

$$\text{Precio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Cantidad de acciones a septiembre 30 de 2017 en millones}}$$

<i>Price to sales ratio</i>	Valor Empresa	Patrimonio	Precio	Price to sales ratio	Valor acción	Dif. %
	-	60.152.335	13.439	13.439	15.460	-15%

Al analizar el primer comparable presenta una diferencia de un 15% sobre el precio de la acción al 30 de septiembre del 2017

5.11 Enterprise Value to Sales Ratio (VS)

$Valor\ de\ empresa = Ventas * Enterprise\ value\ to\ sales\ ratio\ Industria$

$Patrimonio = Valor\ empresa - Deuda\ financiera - Interés\ minoritario$

$Precio = \frac{Patrimonio}{Cantidad\ de\ acciones\ a\ septiembre\ 30\ de\ 2017\ en\ millones}$

<i>Enterprise value to sales ratio (VS)</i>	Valor Empresa	Patrimonio	Precio	Enterprise value to sales ratio	Valor acción	Dif. %
	121.512.392	100.410.492	22.433	22.433	15.460	31%

Al analizar el primer comparable presenta una diferencia de un 31% sobre el precio de la acción al 30 de septiembre del 2017.

Para resumir los datos obtenidos, nuestros múltiplos de Almacenes Éxitos, quedarían:

Tabla 25. Tabla de múltiplos Almacenes Éxito S.A

			Valor Empresa	Patrimonio	Precio	Precio acción Sept. 2017	%
ÉXITO	Múltiplos de ganancia	Price earning ratio (Precio utilidad)(PE)	-	-	18.668	15.460	17%
		Enterprise value to EBITDA (EV/EBITDA)	105.585.197	84.593.033	18.899	15.460	18%
		Enterprise value to EBIT (EV/EBIT)	75.401.849	54.409.685	12.156	15.460	-27%
	Múltiplo de valor libro	Price book equity (PBV)	-	40.190.562	8.979	15.460	-72%
		Value to book ratio	116.546.791	95.554.627	21.348	15.460	28%
	Múltiplos de ingresos	Price to sales ratio (PS)	-	60152334,54	13.439	15.460	-15%
Enterprise value to sales ratio (VS)		121.512.392	100.410.492	22.433	15.460	31%	

Como resultado final y evidenciado los múltiplos de Almacenes Éxito, aquellos que se acercan a los márgenes (múltiplos de ganancia), tienen una mayor cercanía al precio de la acción, caso contrario a los múltiplos de valor libro (Value to book) que más se alejan, esto cobra sentido dado que en el rubro de retail, los márgenes de ganancia son los más comparables a utilizar.

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 ¿Será 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

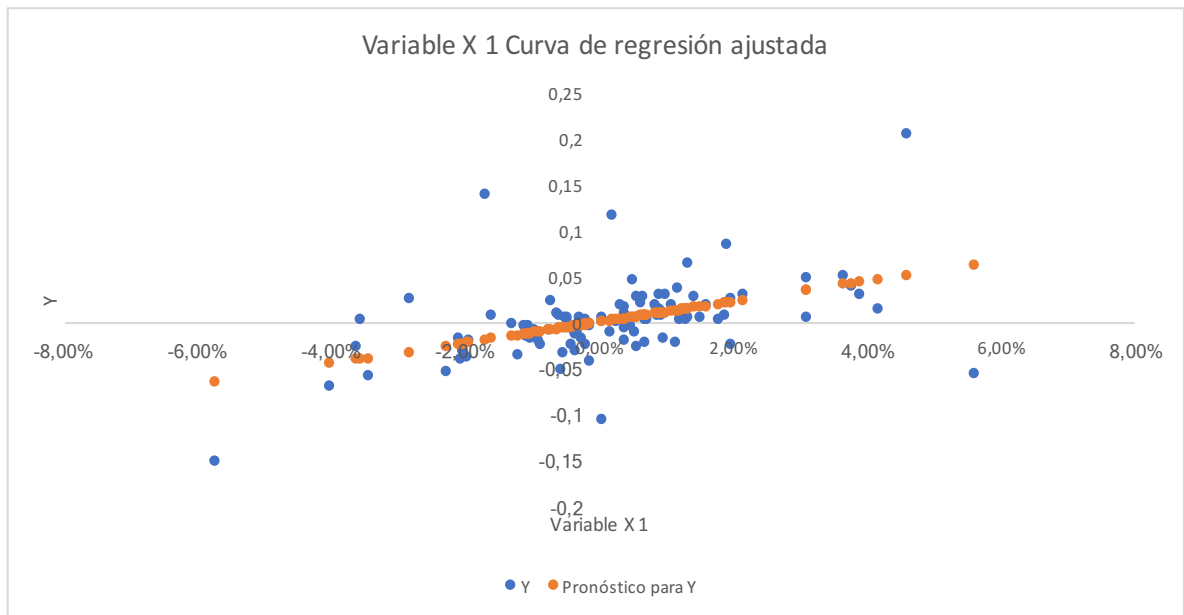
Resumen

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

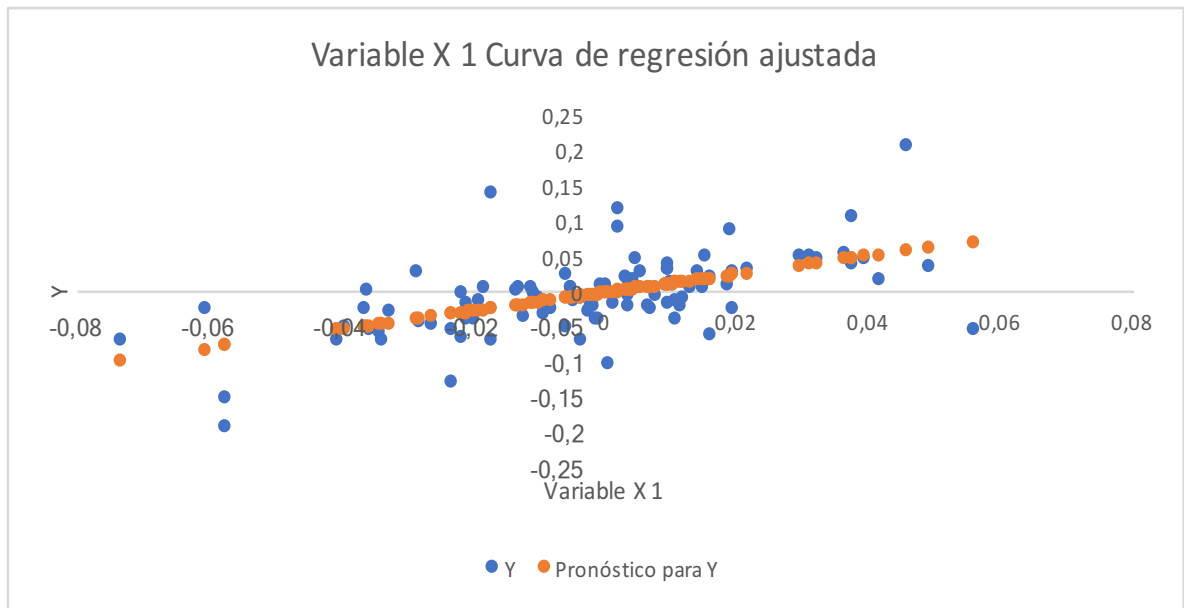
Estadísticas de la regresión

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

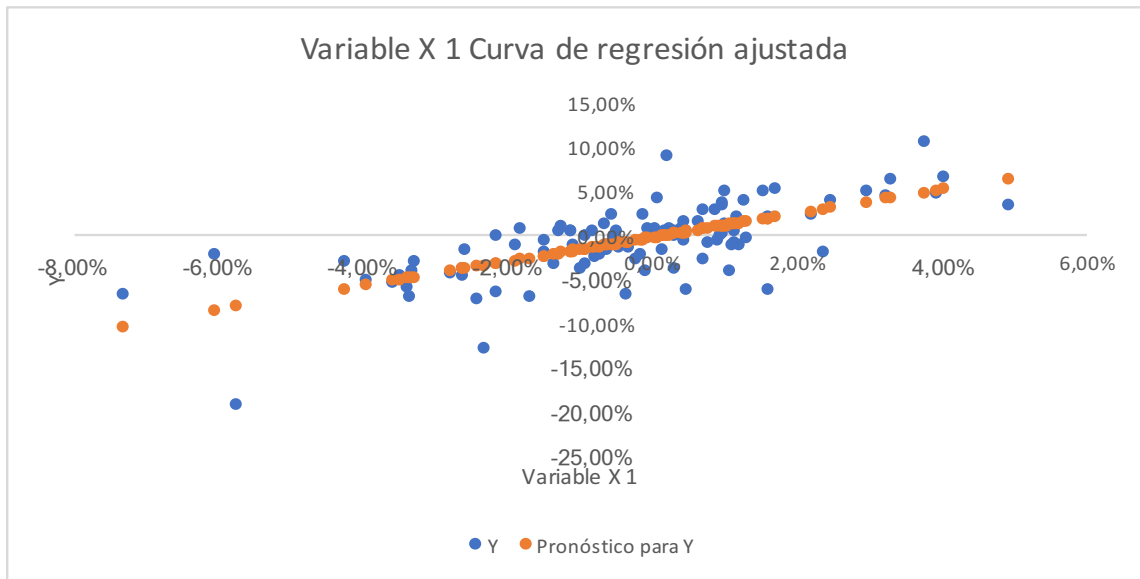
Estadísticas de la regresión

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	11.573.390	
Brasil	-	-	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	
Uruguay	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	-	7.854.807	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	-	3.778.840	-	5.044.035	-	5.255.881	-	5.748.059
Gastos operacionales de administración y ventas	-	981.588	-	180.545	-	360.095	-	551.057	-	574.201	-	599.756
Depreciación y amortización gasto de Administración y venta	-	18.284	-	169.940	-	146.648	-	187.716	-	195.600	-	204.306
Gastos de distribución	-	830.613	-	2.403.075	-	3.472.631	-	4.660.894	-	4.856.648	-	5.072.796
Depreciación y amortización gasto de distribución	-	179.044	-	716.227	-	603.724	-	781.557	-	814.382	-	850.626
Otros Ingresos Operativos	-	13.985	-	64.564	-	49.223	-	46.087	-	48.023	-	50.160
Otros Gastos operativos	-	27.147	-	169.817	-	271.052	-	390.381	-	406.777	-	424.880
Otras (perdidas) ganancias netas	-	1.192	-	59.441	-	83.471	-	84.343	-	87.886	-	91.797
(Perdidas) por deterioro de valor	-	-	-	-	-	1.481	-	991	-	1.032	-	1.129
COSTOS OPERACIONALES	-	2.297.566	-	4.908.056	-	8.668.719	-	11.654.886	-	12.144.383	-	13.281.624
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	-	1.625.935	-	1.694.223	-	1.852.876
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	
GASTO POR IMPUESTO REAL 33,56% y PROYECTADO	-	109.417	179.750	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	