



VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A. COLOMBIA

MEDIANTE EL MÉTODO DE MÚLTIPLOS

VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE

MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno:

Luis Alejandro Pachón Rubiano

Profesor Guía:

Mauricio Alejandro Jara Bertín

Santiago, mayo 01 de 2018

*Este trabajo está dedicado a quienes han creído en mí
brindándome su incondicional y desinteresado apoyo
en todo momento, especialmente a mi madre,
quien sin su persistencia, tenacidad y afecto
ha desempeñado un rol fundamental en mi vida.*

Alejandro Pachón

Tabla de Contenido

1 Resumen Ejecutivo.....	V
2 Metodología de valoración	7
3 Descripción de la Empresa e Industria.....	9
3.1 Reseña histórica.....	9
3.2 Antecedentes de Almacenes Éxito.....	11
3.3 Unidades de negocio	13
3.4 Principales accionistas.....	14
3.5 Filiales.....	16
3.6 Antecedentes de la industria	23
3.7 Antecedentes financieros Grupo Éxito.....	27
4 Valoración de Almacenes Éxito.....	29
4.1 Estructura de Capital de Almacenes Éxito.....	36
4.2 Costo Patrimonial y Costo de Capital de Almacenes Éxito.....	39
4.3 Valoración de la Empresa por Múltiplos	50
4.3.1 Valores para la Industria:	50
4.3.2 Múltiplos de Ganancias	59
4.3.3 Múltiplos de Valor en Libros.....	60
5. Conclusiones.....	69
6 Anexos	71
7 Fuentes	73

Índice de ilustraciones

Ilustración 1 Principales Accionistas del grupo Éxito	15
Ilustración 2 Malla societaria	22
Ilustración 3 Ingresos Cencosud.....	25
Ilustración 4 EBITDA Ajustado.....	25
Ilustración 5 Activos Totales.....	33
Ilustración 6 Pasivos Totales.....	34
Ilustración 7 Pasivos y Patrimonio Éxito 2013 - 2017 S1.....	35
Ilustración 8 Ingresos Ordinarios y Utilidad del Éxito 2014 - 2017 S1.....	36

Índice de Tablas

Tabla 1 Participación accionaria y número de acciones de los principales socios	15
Tabla 2 Selección de Filiales de Almacenes Éxito	16
Tabla 3 EBITDA de Cencosud por país a diciembre de 2016	24
Tabla 4 EBITDA Falabella por segmento	27
Tabla 5 Estados financieros de Almacenes Éxito	29
Tabla 6 Deuda financiera de Almacenes Éxito	38
Tabla 7 Patrimonio Económico de Almacenes Éxito	38
Tabla 8 Valor de la empresa	39
Tabla 9 Canasta de títulos de renta variable	41
Tabla 10 Evolución precio de la acción Éxito vs precio	42
Tabla 11 Beta de la acción y p-value	42
Tabla 12 Costo de la Deuda	44
Tabla 13 Damodaran total equity risk premium	44
Tabla 14 Beta de la Acción	45
Tabla 15 Participación por país 2016 y 2015	46
Tabla 16 Tasa impositiva real para los años 2016, 2015 y 2014	47
Tabla 17 Estructura de capital promedio	47
Tabla 18 Tasa impositiva de largo plazo	48
Tabla 19 Estructura de capital objetiva	48
Tabla 20 Segmentos de Falabella, Cencosud y Almacenes Éxito	51
Tabla 21 Ingresos de actividades ordinarias de Cencosud y Falabella	51
Tabla 22 Ubicación Geográfica de Falabella, Cencosud y Almacenes Éxito	52
Tabla 23 Ingresos de actividades ordinarias de Cencosud y Falabella por país	53
Tabla 24 Datos Cencosud y Falabella a junio 2017 y 2016.	54
Tabla 25 Múltiplos de ganancias de la industria	59
Tabla 26 Múltiplos de valor en libros de la industria	60
Tabla 27 Múltiplos de ingresos de la industria	61
Tabla 28 Principales datos a utilizar en la estimación del precio de la acción de Almacenes Éxito	61
Tabla 29 PRICE-EARNING	63
Tabla 30 ENTERPRISE VALUE TO EBITDA	64
Tabla 31 ENTERPRISE VALUE TO EBIT	65
Tabla 32 PRICE TO BOOK EQUITY	65
Tabla 33 VALUE TO BOOK RATIO	66
Tabla 34 PRICE TO SALES RATIO	67
Tabla 35 ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO	68
Tabla 36 Múltiplos de Almacenes Éxito	68

1 Resumen Ejecutivo

¿Cuál debería ser el valor razonable de la acción de Almacenes Éxito? ¿Qué tan sobreestimado o subestimado es el valor observado de la acción de dicha compañía respecto del valor estimado? Para dar respuesta a los anteriores interrogantes se recurrirán a metodologías de valoración de empresas. Naturalmente, la siguiente pregunta a responder es ¿cuál de estas metodologías es la más apropiada para valorar las acciones de la empresa?

¿Podría el modelo del valor presente ajustado servir para tal fin? Al respecto, cabe destacar que dicho modelo se aplica en aquellos casos en los cuáles no existe una estructura de capital objetivo. Este no es precisamente el caso de la compañía a valorar.

¿Podría aplicarse el método de opciones reales? En cuanto a este método, cabe resaltar que bajo dicho modelo se asimilan las opciones de inversión al ejercicio de una opción. Sin embargo, dada la información que se dispone de la compañía, difícilmente podría utilizarse.

¿Serviría el modelo de descuento de dividendos para tales efectos? Dicho modelo es utilizado, por lo general, en la valoración de instituciones financieras, rubro al cual no pertenece Almacenes Éxito.

Descartadas estas tres metodologías, restarían dos opciones: el método de flujos de caja descontados y el de múltiplos o comparables. El primero de ellos estima el valor de la empresa descontando a valor presente los flujos de caja estimados. Para ello, parte por depurar la Utilidad Neta de los Estados de Resultados proyectados adicionando y sustrayendo aquellos ingresos y gastos que no representan flujos reales de efectivo para luego adicionarle o restarle las inversiones en reposición, las inversiones en capital físico y los aumentos o disminuciones de capital de trabajo y el valor terminal de la compañía. Los flujos resultantes de estos cálculos, se descuentan a valor presente utilizando la tasa promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés).

Respecto del método de múltiplos o comparables, se requiere identificar compañías pertenecientes a la misma industria y con características similares a las de la compañía objeto de valoración con el fin de calcular. Con base a datos financieros de estas compañías se calculan ciertos drivers de

la industria, los cuales se aplicarán posteriormente a ciertos datos financieros de Almacenes Éxito para estimar el valor de la acción de la misma.

Si bien las dos metodologías mencionadas anteriormente pueden poseer ciertas deficiencias, como ocurre con todas las metodologías, son las más apropiadas para determinar un valor razonable del valor que se desea estimar.

Obviamente, para realizar la valorización de cualquier empresa se requiere comprender el contexto macroeconómico en el que esta se desarrolla, la industria donde esta opera y disponer de información financiera y no financiera que permita entender su giro, su desempeño financiero, sus expectativas a futuro, entre otros aspectos.

Vale aclarar que en el presente trabajo se realizará la valoración de Almacenes Éxito utilizando el método de múltiplos.

Esperamos que la información que suministraremos a continuación sea de utilidad para el lector para dar respuesta a las interrogantes inicialmente planteadas.

2 Metodología de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración: los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos y 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.

A continuación se hará una breve explicación del método de múltiplos:

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.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

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

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

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

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

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

- Value/Sales

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 Reseña histórica

En **1949 Gustavo Toro Quintero** abrió un local de cuatro metros cuadrados con un capital de quince mil pesos colombianos en el sector céntrico de Guayaquil, en Medellín. Muy pronto fue ampliando sus instalaciones hasta ocupar a mediados de la década del 60 una manzana entera del lugar donde nació y luego se amplió a tener una sucursal en la calle **Colombia y posteriormente en el Poblado** en 1974 y **Envigado** en 1981.

En 1989, ÉXITO inauguró el primero de varios almacenes ubicados fuera de la ciudad de Medellín. Éxito Calle 80 abrió sus puertas en la ciudad de Bogotá.

Desde 1994, la compañía inició un proceso de apertura accionaria, y desarrolló una estrategia de crecimiento y consolidación para enfrentar los retos de la entrante competencia internacional, abriendo nuevos almacenes en las ciudades de Bogotá, Cali y Medellín.

La gran expansión llegó con la compra de **Cadenalco** (Cadena de Almacenes Colombianos S.A) a partir de **1999**. Ese año se da inicio a la integración progresiva entre las dos cadenas que se consolidaría dos años después, cuando se aprobara la fusión de las compañías y el Éxito sería la sociedad absorbente.

En 2007, continuando con la consolidación en el mercado colombiano, comienza la adquisición de uno de sus competidores, Carulla Vivero, al obtener el 77.5 por ciento de las acciones de la compañía. En Diciembre de 2009, luego de la adquisición del 22.5 por ciento restante de Carulla Vivero, Almacenes Éxito alcanza una participación accionaria de 99.84 por ciento, que permite en mayo de 2010, la fusión de ambas.

2011 se vuelve el año de la expansión por Latinoamérica, cuando el Éxito compra las cadenas Devoto y Disco en Uruguay por cerca de **746 millones de dólares**.

Las diversas compras, expansiones y registro en ventas y utilidades hacen del Grupo Éxito hoy una empresa con cerca de **36.000 empleados directos**, ingresos operacionales por **8.8 billones de pesos en 2011** y un sin número de servicios complementarios, como viajes, seguros y demás.

A marzo de 2012 contaba con 418 puntos de venta entre los que se encuentran hipermercados, supermercados, tiendas de descuento y tiendas especializadas, distribuidos de la siguiente manera: en Colombia 200 Éxito, 75 Carulla, 84 Surtimax y 7 Otros. En Uruguay cuenta con 52 puntos de venta distribuidos así: 24 Devoto, 27 Disco y 1 Geant. En la actualidad, el conglomerado francés Grupo Casino es el socio mayoritario. Su principal competidor en Colombia es el holding de origen chileno Cencosud con sus tiendas Jumbo y Metro.

Hace una alianza estratégica con la Caja de compensación Cafam, donde los supermercados Cafam pasan a manos de Éxito (convirtiéndose en almacenes Éxito, supermercados Carulla o tiendas Surtimax dependiendo de estudios de mercado) pero las droguerías Cafam permanecen e incluso se expanden a lugares donde Éxito tiene participación.

En mayo de 2013 Éxito incursionó en el negocio de la telefonía móvil con "Móvil Éxito," un OMV que funciona con la red Tigo y cuya SIM se adquiere en las tiendas de la cadena (Éxito, Carulla y Surtimax). Inicia el servicio de Giros internacionales.

En el año 2015 Almacenes Éxito adquiere el 50% de derechos de voto del Grupo GPA, en Brasil; y el 100% de Libertad en Argentina. La empresa de Logística y Transporte (LTSA) inicia operación, se reestructura el programa de Fidelización de Éxito y Carulla y se realiza la primera versión del Mes por la Nutrición Infantil.

3.2 Antecedentes de Almacenes Éxito

	Observaciones
Razón Social	ALMACENES ÉXITO S.A.
Rut	890.900.608-9
Nemotécnico	ÉXITO. PCAR4 (Bolsa de São Paulo) y CBD (Bolsa de valores de Nueva York): Acciones de la subsidiaria Companhia Brasileira de Distribuição
Industria	RETAIL
Regulación	SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA (Control) BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (1994)
Tipo de Operación	De acuerdo a la nota 1 a los Estados Financieros de Almacenes Éxito SA con corte a 31 de marzo de 2017, su objeto social consiste principalmente en: 1 Adquirir, almacenar, transformar y, en general, distribuir y vender bajo cualquier modalidad comercial, incluyendo la financiación de la misma, toda clase de mercancías y productos nacionales y extranjeros, al por mayor y al detal por medios físicos o virtuales. 2 La prestación de servicios complementarios tales como el otorgamiento de créditos para la adquisición de mercancías, el otorgamiento de seguros, la realización de giros y remesas, la prestación de servicios de telefonía móvil, la comercialización de viajes y paquetes turísticos, la reparación y mantenimiento de bienes muebles, la realización de trámites. 3 Dar o tomar en arrendamiento locales comerciales, recibir o dar en arrendamiento o a otro título de mera tenencia, espacios o puestos de venta o de comercio dentro de sus establecimientos mercantiles destinados a la

	Observaciones
	<p>explotación de negocios de distribución de mercancías o productos y a la prestación de servicios complementarios.</p> <p>4 Constituir, financiar o promover con otras personas naturales o jurídicas, empresas o negocios que tengan como finalidad la producción de objetos, mercancías, artículos o la prestación de servicios relacionados con la explotación de los establecimientos comerciales.</p> <p>5 Adquirir bienes raíces, edificar locales comerciales con destino al establecimiento de almacenes, centros comerciales u otros sitios adecuados para la distribución de mercancías sin perjuicio de que, con criterio de aprovechamientos racional de la tierra, pueda enajenar pisos o locales, darlos en arrendamiento o explotarlos en otra forma conveniente, así como invertir en inmuebles, promover y ejecutar proyectos inmobiliarios de cualquier tipo y de finca raíz.</p> <p>6 Aplicar recursos con fines de inversión para la adquisición de acciones, bonos, papeles comerciales y otros valores de libre circulación en el mercado para el aprovechamiento de incentivos fiscales establecidos por la ley, así como efectuar inversiones transitorias en valores de pronta liquidez con fines de utilización productiva temporal, celebrar operaciones de factoring en firme con recursos propios, constituir garantías sobre sus bienes muebles o inmuebles y celebrar operaciones financieras que le permitan adquirir fondos u otros activos.</p> <p>7 Distribuir como mayorista y minorista combustibles líquidos derivados del petróleo a través de estaciones de servicio automotriz, alcoholes, biocombustibles, gas natural vehicular y cualquier otro combustible aplicado el sector automotor, industrial, fluvial, marítimo y aéreo en todas sus clases.</p>

3.3 Unidades de negocio

Viva Malls



Vehículo fiduciario inmobiliario con desarrollos en Centros Comerciales y Galerías.

La Compañía cuenta con 12 centros comerciales y 17 galerías comerciales en los que se suman más de 4.500 locatarios.

Tarjeta Éxito



Es la tercera tarjeta en el mercado colombiano, que permite a los clientes acceder a descuentos permanentes y hacer avances en las cajas de los almacenes del Grupo Éxito y comprar en diferentes establecimientos comerciales.

Viajes Éxito



Ofrece un completo portafolio de turismo vacacional a precios competitivos y con cobertura nacional a través de una red de agencias en principales almacenes Éxito. Cuenta con alianzas y convenios nacionales e internacionales con aerolíneas, hoteles, renta de autos, cruceros y asistencia médica en viaje.

Seguros Éxito



Ofrece a los clientes un portafolio de productos y servicios con los que puedan protegerse, proteger su familia y su patrimonio de una manera rápida, fácil y económica.

Móvil Éxito



Ofrece a los clientes servicios de telefonía celular apalancados en el comercio al detal y con ofertas diferenciadas como redención de Puntos Éxito y Carulla por minutos y recibir Puntos por las compras. Es el primer operador virtual con internet 4G LTE.

Multipagos Éxito



Los clientes pueden hacer pagos, giros, recargas, abonos y comprar seguros a terceros en un solo lugar.

Todohogar y Colormix



Catálogos de productos de textil con marcas propias y exclusivas; y productos de limpieza, aseo, y artículos para el hogar.

Giros Éxito



Con una red nacional en los almacenes del Grupo Éxito facilita el envío de dinero a personas residentes en el exterior y los giros nacionales al interior de Colombia.

3.4 Principales accionistas

En las siguientes gráfica y tabla se muestra la participación de los principales accionistas de Almacenes Éxito con corte a marzo de 2017. Las compañías Géant International BV y Géant Fonciere BV, filiales del grupo Casino, posee cerca del 52% de la participación accionaria de la empresa.



El grupo Casino es un conglomerado empresarial con sede en Francia enfocado en hipermercados, supermercados, tiendas de descuento, tiendas de conveniencia, cash and carry y cafeterías.

Dicha organización posee más de 12.960 tiendas alrededor del mundo facturando alrededor de 36 billones de euros en ventas consolidadas durante el año fiscal 2016 focalizándose en economías emergentes de gran potencial de crecimiento en América Latina (Colombia, Brasil, Argentina y Uruguay), África (10 países) y

el Sudeste Asiático (Tailandia, Vietnam e India) constituyéndose en el primer retail en Brasil y Colombia y el segundo e-commerce en Francia con su marca Cdiscount.



Ilustración 1 Principales Accionistas del grupo Éxito

Tabla 1 Participación accionaria y número de acciones de los principales socios

N°	Nombre	Cantidad de acciones	% Part.
1	Géant Internacional BV	187.689.792	41,93%
2	Géant Fonciere BV	47.725.428	10,66%
3	Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	22.047.343	4,93%
4	Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	18.145.251	4,05%
5	Bergsaar BV	12.130.244	2,71%
6	Jara Albarracín Manuel	11.946.467	2,67%
7	Alianza Fiduciaria SA Fideicomiso Adm. Sonnenblume	7.558.552	1,69%
8	Moreno Barbosa Jaime	7.416.776	1,66%
9	Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	6.572.492	1,47%
10	Fondo Bursátil Ishares Colcap	6.567.565	1,47%
11	Norges Bank	5.826.175	1,30%
12	Vanguarg Emerging Markets Stock Index Fund	3.777.311	0,84%
13	Otros	110.223.105	24,62%
	Total	447.626.501	72,49%

3.5 Filiales

De acuerdo a la nota 1.1 de los Estados Financieros de Almacenes Éxito SA con corte a 30 de junio de 2017, las siguientes son algunas de las filiales de la compañía:

Tabla 2 Selección de Filiales de Almacenes Éxito

Razón social	País	Moneda Funcional	Participación accionaria 2017		
			Directo	Indirecto	Total
Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A.	Colombia	Peso colombiano	94%	3,75%	97,75%
Almacenes Éxito Inversiones S.A.S.	Colombia	Peso colombiano	100%	0%	100,00%
Éxito Viajes y Turismo S.A.S.	Colombia	Peso colombiano	51%	0%	51,00%
Gemex O & W S.A.S.	Colombia	Peso colombiano	85%	0%	85,00%
Logística, Transporte y Servicios Asociados S.A.S.	Colombia	Peso colombiano	100%	0%	100,00%
CDiscount Colombia S.A.S.	Colombia	Peso colombiano	100%	0%	100,00%
Patrimonio Autónomo Viva Laureles	Colombia	Peso colombiano	0%	41%	40,80%
Patrimonio Autónomo Viva Sincelejo	Colombia	Peso colombiano	51%	0%	51,00%
Patrimonio Autónomo Viva Villavicencio	Colombia	Peso colombiano	51%	0%	51,00%
Patrimonio Autónomo San Pedro Etapa I	Colombia	Peso colombiano	51%	0%	51,00%
Patrimonio Autónomo Centro Comercial	Colombia	Peso colombiano	51%	0%	51,00%
Patrimonio Autónomo Iwana	Colombia	Peso colombiano	51%	0%	51,00%
Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Barranquilla	Colombia	Peso colombiano	5,18%	43,26%	48,44%
Patrimonio Autónomo Viva Palmas	Colombia	Peso colombiano	0%	26%	26,01%
Patrimonio Autónomo Viva Malls	Colombia	Peso colombiano	51%	0%	51,00%
Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Rioacha	Colombia	Peso colombiano	0%	0%	0,00%
Companhia Brasileira de Distribuição - CBD.	Brasil	Real brasileño	0%	19%	18,71%
Libertad S.A.	Argentina	Peso argentino	0%	100%	100,00%
Supermercados Disco del Uruguay S.A.	Uruguay	Peso uruguayo	0%	62%	62,49%
Devoto Hermanos S.A.	Uruguay	Peso uruguayo	0%	100%	100,00%
Mercados Devoto S.A.	Uruguay	Peso uruguayo	0%	100%	100,00%

A continuación se detallan los objetos sociales de las subsidiarias operativas colombianas y las principales subsidiarias operativas ubicadas en el exterior con base en la información suministrada en la nota 1.2 de los Estados Financieros de la Compañía.

Almacenes Éxito Inversiones S.A.S.

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.

- Promover, invertir individualmente o concurrir con otras personas naturales o jurídicas a la prestación de redes, servicios y valores agregados de telecomunicaciones, en especial, todas aquellas actividades permitidas en Colombia o en el exterior, de telecomunicaciones, telefonía móvil celular y servicios de valor agregado.

CDiscount Colombia S.A.S. Su objeto social es principalmente:

-Lanzar y operar actividades de comercio electrónico en Colombia;

-Celebrar todo tipo de contratos incluyendo pero sin limitarse a, contrato de arrendamiento, distribución, operación, asociación, compraventa, asistencia técnica, suministro, inspección, control y servicios, para el adecuado desarrollo del objeto social;

-Prestar toda clase de servicios, incluyendo pero sin limitarse, de administración, asesoría, consultoría, técnicos, de presentación, para el adecuado desarrollo del objeto social; y

-Desarrollar cualquier actividad lícita.

Companhia Brasileira de Distribuição - CBD. 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.

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 "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 Onper Investments 2015 S.L., la cual es propietaria indirecta del 18.72% 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.

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.

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

Éxito Viajes y Turismo S.A.S. Su objeto social consiste principalmente en la explotación de las actividades relacionadas con el servicio de turismo, así como la representación turística y el

establecimiento de agencias de viajes en cualquiera de sus modalidades y la promoción del turismo nacional e internacional. El término de duración de la sociedad es indefinido.

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

Libertad S.A. 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. La Matriz adquirió el 100% de dicha sociedad a través de la subsidiaria Onper Investments 2015 S.L.

Logística, Transporte y Servicios Asociados S.A.S. Su objeto social consiste principalmente en la prestación de los servicios de transporte de carga nacional e internacional, aérea, terrestre, marítima, fluvial, férrea y multimodal de todo tipo de mercancía en general. El término de duración de la sociedad es indefinido.

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.

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

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

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

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

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

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

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

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

Patrimonio Autónomo Viva Malls: 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.

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

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.



Ilustración 2 Malla societaria

3.6 Antecedentes de la industria

Nombre de la Empresa	CENCOSUD S.A.
Ticker o Nemotécnico	CENCOSUD (Bolsa de Santiago) CNCO (Bolsa de Nueva York)
Clase de Acción	A la fecha actual, el patrimonio de la sociedad está dividido en 2.862.536.947 acciones de igual valor pertenecientes a una serie única.
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transan sus acciones	IPSA IGPA
Descripción de la Empresa (profile)	Cencosud S.A. es una de las principales y más prestigiosas Compañías en el mercado de Retail en Latino América, con presencia en los 5 mercados más desarrollados de la región y líder 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 los negocios y países donde están localizados.

Nombre de la Empresa	CENCOSUD S.A.												
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail												
Negocios en que se encuentra	<p>EBITDA no ajustado a 2016 (CLP Millones)</p> <p>Tabla 3 EBITDA de Cencosud por país a diciembre de 2016</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Chile</th> <th>Argentina</th> <th>Brasil</th> <th>Perú</th> <th>Colombia</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EBITDA</td> <td>595.368</td> <td>354.513</td> <td>6.427</td> <td>85.835</td> <td>34.306</td> </tr> </tbody> </table> <p>La división de negocios más relevante es la de Supermercados, representando aproximadamente 72,5% y 55,8% de las ventas y del EBITDA ajustado, respectivamente. En segundo lugar, es la división más relevante en términos de ingresos es Mejoramiento del Hogar, le sigue Tiendas por Departamento. La división de Centros Comerciales representa sólo 2,3% de los ingresos, sin embargo es la segunda división más relevante en términos de EBITDA, contribuyendo con aproximadamente un 24,1% del EBITDA ajustado consolidado de Cencosud. Finalmente, la división de servicios financieros representa aproximadamente 1,7% y 10,7% de los ingresos y EBITDA ajustado respectivamente.</p>		Chile	Argentina	Brasil	Perú	Colombia	EBITDA	595.368	354.513	6.427	85.835	34.306
	Chile	Argentina	Brasil	Perú	Colombia								
EBITDA	595.368	354.513	6.427	85.835	34.306								

Nombre de la Empresa	CENCOSUD S.A.
-----------------------------	---------------

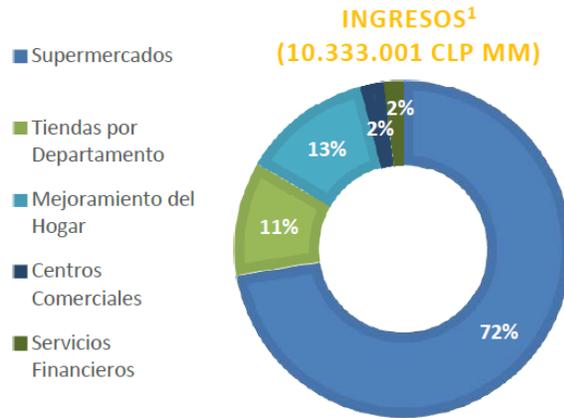


Ilustración 3 Ingresos Cencosud

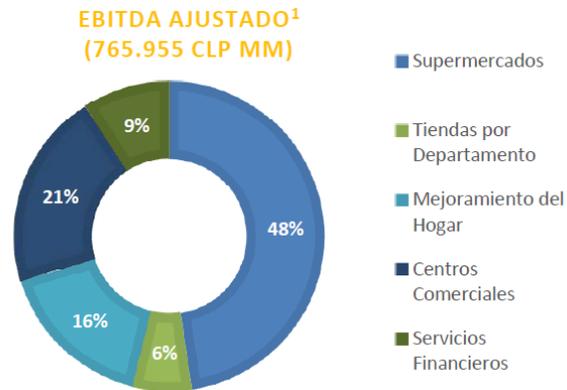


Ilustración 4 EBITDA Ajustado

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. FALABELLA
Ticker o Nemotécnico	Falabella
Clase de Acción	A la fecha actual, el patrimonio de la Sociedad está dividido en 2.434.465.103 acciones de igual valor pertenecientes a una serie única.
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Valores de Santiago Bolsa de Valores Electrónica de Chile Bolsa de Valores de Valparaíso Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE).
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, Colombia, Argentina y Brasil, y a partir del año 2015 sumó Uruguay. El Grupo cuenta con cinco áreas de negocios principales: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria. En el negocio de las tiendas por departamento es líder en todos los países en que tiene operaciones, mientras que en mejoramiento del hogar, lidera los mercados de Chile, Perú y Colombia. Además, es el principal emisor de tarjetas de crédito en Chile y Perú y el mayor operador de centros comerciales en ambos países.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. FALABELLA																		
Negocios en que se encuentra	<p align="center">Tabla 4 EBITDA Falabella por segmento</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Segmento</th> <th>EBITDA</th> <th>Participación</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Tiendas por Departamento</td> <td>24.651</td> <td>18%</td> </tr> <tr> <td>Mejoramiento del Hogar</td> <td>44.978</td> <td>33%</td> </tr> <tr> <td>Supermercados</td> <td>6.494</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>Promotora CMR</td> <td>43.401</td> <td>31%</td> </tr> <tr> <td>Banco Falabella Chile</td> <td>18.457</td> <td>13%</td> </tr> </tbody> </table>	Segmento	EBITDA	Participación	Tiendas por Departamento	24.651	18%	Mejoramiento del Hogar	44.978	33%	Supermercados	6.494	5%	Promotora CMR	43.401	31%	Banco Falabella Chile	18.457	13%
Segmento	EBITDA	Participación																	
Tiendas por Departamento	24.651	18%																	
Mejoramiento del Hogar	44.978	33%																	
Supermercados	6.494	5%																	
Promotora CMR	43.401	31%																	
Banco Falabella Chile	18.457	13%																	

3.7 Antecedentes financieros Grupo Éxito

	Observaciones
Bono	CBRDA2 (Serie Única) (Emisión N° 12)
Nemotécnico	BRPCARDBS0A9
Fecha de Emisión	12/09/2014 (Se comenzó a comercializar el 17/09/2014)
Valor Nominal (VN o D)	1.000
Moneda	R\$ (Reales)
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	12/09/2019
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	107% de DI (Brazil Interbank Deposit Rate) (Tasa Flotante), El valor nominal será amortizado en 2 cuotas (50% c/u) la primera cuota el 12 de septiembre de 2018 y la última al vencimiento.

	Observaciones																																																																	
Periodicidad	6 meses																																																																	
Número de pagos (N)	<p>10 pagos</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>DATA</th> <th>EVENTO</th> <th>TAXA</th> <th>VALOR</th> <th>RESIDUAL</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>12/03/2015</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>59,11231000</td> <td>1.000,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/09/2015</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>70,12072000</td> <td>1.000,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/03/2016</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>72,08884000</td> <td>1.000,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/09/2016</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>73,26787000</td> <td>1.000,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/03/2017</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>69,48145000</td> <td>1.000,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/09/2017</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>54,84742000</td> <td>1.000,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/03/2018</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>46,34793000</td> <td>1.000,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/09/2018</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>48,68196000</td> <td>500,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/09/2018</td> <td>Amortização Ordinária</td> <td>50,0000</td> <td>500,00000000</td> <td>500,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/03/2019</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>23,17396500</td> <td>500,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/09/2019</td> <td>Juros</td> <td>0,0000</td> <td>24,53573500</td> <td>0,00000000</td> </tr> <tr> <td>12/09/2019</td> <td>Amortização Ordinária</td> <td>50,0000</td> <td>500,00000000</td> <td>0,00000000</td> </tr> </tbody> </table>	DATA	EVENTO	TAXA	VALOR	RESIDUAL	12/03/2015	Juros	0,0000	59,11231000	1.000,00000000	12/09/2015	Juros	0,0000	70,12072000	1.000,00000000	12/03/2016	Juros	0,0000	72,08884000	1.000,00000000	12/09/2016	Juros	0,0000	73,26787000	1.000,00000000	12/03/2017	Juros	0,0000	69,48145000	1.000,00000000	12/09/2017	Juros	0,0000	54,84742000	1.000,00000000	12/03/2018	Juros	0,0000	46,34793000	1.000,00000000	12/09/2018	Juros	0,0000	48,68196000	500,00000000	12/09/2018	Amortização Ordinária	50,0000	500,00000000	500,00000000	12/03/2019	Juros	0,0000	23,17396500	500,00000000	12/09/2019	Juros	0,0000	24,53573500	0,00000000	12/09/2019	Amortização Ordinária	50,0000	500,00000000	0,00000000
DATA	EVENTO	TAXA	VALOR	RESIDUAL																																																														
12/03/2015	Juros	0,0000	59,11231000	1.000,00000000																																																														
12/09/2015	Juros	0,0000	70,12072000	1.000,00000000																																																														
12/03/2016	Juros	0,0000	72,08884000	1.000,00000000																																																														
12/09/2016	Juros	0,0000	73,26787000	1.000,00000000																																																														
12/03/2017	Juros	0,0000	69,48145000	1.000,00000000																																																														
12/09/2017	Juros	0,0000	54,84742000	1.000,00000000																																																														
12/03/2018	Juros	0,0000	46,34793000	1.000,00000000																																																														
12/09/2018	Juros	0,0000	48,68196000	500,00000000																																																														
12/09/2018	Amortização Ordinária	50,0000	500,00000000	500,00000000																																																														
12/03/2019	Juros	0,0000	23,17396500	500,00000000																																																														
12/09/2019	Juros	0,0000	24,53573500	0,00000000																																																														
12/09/2019	Amortização Ordinária	50,0000	500,00000000	0,00000000																																																														
Periodo de Gracia	No tiene periodo de gracia																																																																	
Motivo de la Emisión	Inversiones. (Los recursos captados mediante la colocación se destinarán al refuerzo de capital de trabajo de las Actividades de la Emisora relacionadas con el agronegocio)																																																																	
Clasificación de Riesgo	brAAA/Estable/ (Standard & Poor's)																																																																	
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	0,043593% Estimada con el precio de Venta.																																																																	
Precio de venta el día de la emisión.	R\$ 1.000,43593000																																																																	
Valor de Mercado	<p>Se transó sobre la par, el día de la emisión al precio indicado en el punto anterior.</p> <p>El valor más reciente transado fue el 18 de agosto de 2017 por un valor de R\$1.048,59835</p>																																																																	

4 Valoración de Almacenes Éxito

A continuación se presentan los Estados Financieros de Almacenes Éxito:

Tabla 5 Estados financieros de Almacenes Éxito

ALMACENES ÉXITO SA

ESTADOS DE SITUACION FINANCIERA CONSOLIDADOS CLASIFICADOS

(En millones de pesos colombiano MMS)

	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
	MMS	MMS	MMS	MMS	MMS
ACTIVOS					
Activos corrientes:					
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.366.152	6.117.844	10.068.717	2.953.938	2.717.162
Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar	1.001.444	1.168.174	3.251.007	202.309	219.201
Gastos pagados por anticipado	210.197	119.733	174.091	27.012	17.030
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	66.872	33.142	248.058	52.862	23.273
Inventarios	5.749.105	5.778.173	8.685.221	1.244.231	1.012.723
Activos por impuestos	608.039	896.967	1.081.383	93.877	111.689
Otros activos financieros	98.404	100.879	446.957	25.119	1.977
Activos no corrientes mantenidos para la venta	17.057.663	18.429.787	22.078	6.740	-
Total activos corrientes	28.157.876	32.644.699	23.977.512	4.606.088	4.103.055
Activos no corrientes:					
Propiedades, planta y equipo, neto	12.096.870	12.465.698	12.469.894	3.005.793	2.934.314
Propiedades de inversión, neto	1.945.025	1.634.551	1.126.410	754.775	647.815
Plusvalía, neto	5.668.921	5.616.136	5.775.593	1.592.133	1.391.543
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación					
Activos intangibles distintos de la plusvalía, neto	5.644.537	5.663.422	9.657.536	82.070	79.829
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participac	925.629	1.068.087	304.102	1.052.157	996.853
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	599.441	586.485	915.166	16.681	16.041
Gastos pagados por anticipado	50.768	60.488	50.377	12.919	14.978
Cuentas por cobrar a partes relacionados	17.520	15.684	14.308	0	0
Activos por impuestos diferidos	1.560.137	1.456.866	399.048	28.719	53.151
Activos por impuestos	1.178.457	581.947	1.963.916	0	0
Otros activos financieros	780.216	703.105	1.151.844	147.100	138.385
Otros activos no financieros	398	398	398	398	398
Total activos no corrientes	30.467.919	29.852.867	33.828.592	6.692.745	6.273.307
TOTAL ACTIVOS	58.625.795	62.497.566	57.806.104	11.298.833	10.376.362

Continuación del Estado de cambios en la situación financiera comparativo:

	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
	MMS	MMS	MMS	MMS	MMS
PATRIMONIO Y PASIVOS					
Pasivos corrientes:					
Pasivos financieros	2.709.147	2.963.111	3.922.558	7.917	98.640
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	4.584	3.276	4.141	5.420	5.930
Otras provisiones corrientes	37.970	36.545	81.796	50.796	34.668
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	8.936.032	11.536.968	18.599.948	2.646.415	2.035.052
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	206.623	229.981	713.610	63.827	75.033
Pasivos por impuestos corrientes	425.948	320.404	805.992	107.823	187.955
Otros pasivos financieros corrientes	199.847	805.555	396.052	158.085	14.409
Otros pasivos no financieros corrientes	214.339	368.839	547.402	79.361	75.078
Pasivo no corrientes mantenidos para la venta	13.000.072	14.592.207	-	-	-
Total pasivos, corrientes	25.734.562	30.856.886	25.071.499	3.119.644	2.526.765
Pasivos no corrientes:					
Pasivos financieros	4.151.335	4.354.879	6.707.561	36.416	4.996
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	26.872	26.872	41.231	42.775	41.846
Otras provisiones	2.448.618	2.706.629	2.638.274	13.214	-
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	52.560	42.357	30.229	572	487
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	7.564	12.733	12.704	-	-
Pasivos por impuestos diferidos	2.905.416	2.965.586	2.903.260	54.858	8.075
Pasivos por impuestos	723.728	502.452	455.355	-	-
Otros pasivos financieros	2.785.867	1.835.159	733.185	-	137.699
Otros pasivos no financieros	77.788	82.804	1.036.782	51.588	53.688
Total pasivos no corrientes	13.179.748	12.529.471	14.558.581	199.423	246.791
Patrimonio:					
Capital emitido	4.482	4.482	4.482	4.482	4.482
Prima de emisión	4.843.466	4.843.466	4.843.466	4.843.466	4.843.466
Acciones propias readquiridas	(2.734)	(2.734)	(2.734)	(2.734)	(2.734)
Total reservas	1.718.676	1.696.126	1.420.311	1.284.058	1.016.867
Otro resultado integral acumulado	177.533	138.303	(379.247)	-	-
Ganancias acumuladas	1.240.331	1.144.736	1.672.715	1.576.747	1.516.312
Otros componentes en el patrimonio	(126.368)	(102.692)	(41.026)	(1.012)	-
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	7.855.386	7.721.687	7.517.967	7.705.007	7.378.393
Participaciones no controladoras	11.856.099	11.389.522	10.658.057	274.759	224.413
Patrimonio total	19.711.485	19.111.209	18.176.024	7.979.766	7.602.806
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	58.625.795	62.497.566	57.806.104	11.298.833	10.376.362

ALMACENES ÉXITO SA

ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS INTEGRALES POR FUNCIÓN

(En millones de pesos colombiano MMS)

Estados de resultados	Junio 30, 2017 MMS	Diciembre 31, 2016 MMS	Diciembre 31, 2015 MMS	Diciembre 31, 2014 MMS
Ingresos de actividades ordinarias	26.793.634	51.639.433	24.045.971	10.484.822
Costo de ventas	(19.986.340)	(39.099.555)	(17.787.553)	(7.855.400)
Ganancia bruta	6.807.294	12.539.878	6.258.418	2.629.422
Costos de distribución	(2.737.280)	(5.149.537)	(2.403.075)	(1.009.657)
Gastos de administración	(328.731)	(615.103)	(309.871)	(198.829)
Gastos por beneficios a empleados	(2.510.806)	(4.771.428)	(2.149.298)	(803.649)
Otros ingresos operativos	8.786	24.957	64.564	13.985
Otros gastos operativos	(149.799)	(396.438)	(169.817)	(27.147)
Otras ganancias (pérdidas), netas (Pérdidas) por deterioro de valor	(46.375) (1.481)	(54.058)	59.441	1.192
Ganancia por actividades de operación	1.041.608	1.578.271	1.350.362	605.317
Ingresos financieros	193.724	482.357	1.103.481	211.332
Costos financieros	(753.822)	(1.744.110)	(1.195.507)	(154.970)
Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	(33.284)	63.752	9.746	30.104
Ganancia (pérdida) antes de impuestos por operaciones continuas	448.226	380.270	1.268.082	691.783
Gasto por impuestos	(95.473)	(167.814)	(387.683)	(179.750)
Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas	352.753	212.456	880.399	512.033
(Pérdida) neta del ejercicio por operaciones	116.707	(834.851)	(275.059)	
Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas	469.460	(622.395)	605.340	512.033
Ganancia (pérdida) atribuible a:				
Ganancia (pérdida) atribuible a los propietarios de la	61.670	43.528	573.495	499.430
Ganancia (pérdida) atribuible a participaciones no	407.790	(665.923)	31.845	12.603
Ganancia del período	469.460	(622.395)	605.340	512.033
Ganancia por acción (*)				
Ganancia por acción básica (*)				
Ganancia por acción básica atribuible a la controladora	137.78	97.25	1.281,26	1.115,79
Ganancia por acción básica en operaciones continuadas	124.88	474.65	1.966,71	
(Pérdida) por acción básica en operaciones	12.90	-1.865,15	-614,51	
Ganancia por acción diluida (*)				
Ganancia por acción básica atribuible a la controladora	137.78	97.25	1.281,26	1.115,79
Ganancia por acción básica en operaciones continuadas	124.88	474.65	1.966,71	
(Pérdida) por acción básica en operaciones	12.90	-1.865,15	-614,51	

ALMACENES ÉXITO SA

ESTADOS CONSOLIDADOS DE EFECTIVO

(En millones de pesos colombiano MMS)

Estado de flujo de efectivo	Junio 30,	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Diciembre 31,
	2.017	2.016	2.015	2.014
	MMS	MMS	MMS	MMS
Flujo de efectivo procedente de actividades de operación				
(Pérdida) Ganancia neta del ejercicio	469.460	-622.395	605.340	512.033
Ajustes para conciliar la ganancia del ejercicio				
Impuesto a las ganancias	83.965	213.460	410.922	179.749
Costos financieros	617.739	1.482.056	419.745	19.958
Ingresos financieros	-6.078	-15.252	-46.750	-77.784
Disminución (aumento) en los inventarios	-631.242	129.368	-563.772	-224.831
(Aumento) disminución en las cuentas por cobrar de origen comercial	-1.123.526	-1.120.166	1.435.475	17.577
(Aumento) disminución en otras cuentas por cobrar derivadas de las actividades de operación	217.302	-1.111.646	317.621	-59.143
Disminución de los gastos pagados por anticipado	-89.873	44.415	103.017	-
(Disminución) aumento en las cuentas por pagar de origen comercial	-2.903.681	-1.645.360	5.936.323	405.089
Aumento en otras cuentas por pagar derivadas de las actividades de operación	-1.206.524	696.259	1.047.253	24.299
Gastos de depreciación y amortización de activos fijos e intangibles	532.051	1.244.492	560.847	220.961
Provisiones	559.805	1.344.160	261.549	43.637
Ganancia (pérdida) de moneda extranjera neta no realizada	-22.718	-7.603	-146.995	10.340
Pagos basados en acciones	18.381	25.458	6.469	-
(Ganancia) por actualización al valor razonable	5.962	-82.089	-29.681	-
(Ganancia) no distribuidas por aplicación del método de la participación	20.418	-81.309	-18.360	-30.104
(Aumento) en otros activos	-78.120	-	-	-
Otros ajustes por partidas distintas al efectivo	257.817	115.325	30.859	34.582
Pérdida (ganancia) en la disposición de activos no corrientes	53.723	78.262	-79.038	-21.367
Pérdida por clasificación a inversiones valoradas por el método de la participación	-	5.279	-	-
Variación en depósitos judiciales	-162.673	-191.377	1.292	-
Otros ajustes para conciliar las ganancias del ejercicio	-1.805	2.701	27.060	-
(Aumento) de impuestos por recuperar	-410.819	-	-	-
Total ajustes para conciliar la ganancia del ejercicio	(4.269.896)	1.126.453	9.673.836	543.023
Flujos de efectivo netos (utilizados en) provistos por las operaciones	(3.800.436)	504.058	10.279.176	1.055.056
Dividendos recibidos	142.454	-	99.284	-
Impuesto a las ganancias pagados	-77.463	-390.913	-525.805	-107.871
Flujo de efectivo neto provistos por las actividades de operación	(3.735.445)	113.145	9.753.371	947.185
Flujos de efectivo de las actividades de inversión				
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios	-293	120.721	34.952	-
Flujo de efectivos (utilizados) para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	-1.125	-41.709	-3.876.606	-137.404
Ingreso procedente de la venta de propiedades, planta y equipo	89.694	134.924	72.320	49.219
Compra de propiedades, planta y equipo	-790.224	-1.754.217	-1.054.194	-295.902
Ingreso procedente de venta de activos intangibles	-155.056	-	89.358	2.340
Compra de activos intangibles	-	-293.772	-559.150	-96.115
Recursos por ventas de otros activos a largo plazo	-	-	3.446	33
Compra de otros activos largo plazo	-	-16.003	-	-
Anticipos de efectivo y préstamos concedidos a terceros	-	-	-	-137
Intereses recibidos	13.132	28.640	52.998	77.699
Ingreso por ventas de otros activos a largo plazo	666	-	-	-
Dividendos recibidos	371	-	-	-
Pagos en transacción de acciones entre Cnova NV y Cnova Comércio Eletrónico SA	-	-44.383	-	-
Efectivo y equivalente de efectivo en reorganización societaria	-	-578.667	-	-
Otras entradas de efectivo	-	-	10.616	-2.910
Flujo de efectivos netos (utilizados en) actividades de inversión	(842.835)	(2.444.466)	(5.220.260)	(403.177)

Continuación Estado Consolidado de Efectivo

Flujos de efectivo de las actividades de financiación				
Recursos por cambios en las participaciones en subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control		388.595	-	
Pagos por cambios en las participaciones en la propiedad en subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control		-69.471	-	
Préstamos recibidos	5.290.290	8.692.143	6.313.526	
(Pago) de obligaciones financieras	-5.451.126	-6.876.887	-3.417.158	-96.706
(Pago) de pasivos por arrendamientos financieros	-41.484	-3.877	-956	-2.108
Dividendos (pagados)	-107.695	-384.965	-297.505	-237.557
Intereses (pagados)	-878.626	-935.927	-105.289	-19.611
Pagos para adquisición de sociedades	-7.352			
Transacciones con no controladoras	6.261	-4.165		
Otras (salidas) de efectivo		3.770	587	
Flujos de efectivo neto (utilizados en) procedentes de la actividad de financiación	(1.189.732)	809.216	2.493.205	(355.982)

Estado de flujo de efectivo	Junio 30, 2.017 MMS	Diciembre 31, 2.016 MMS	Diciembre 31, 2.015 MMS	Diciembre 31, 2.014 MMS
(Disminución) aumento neto de efectivo y equivalente al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	-5.768.012	-1.522.105	7.125.600	188.026
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	-2.931	1.282.065	-10.821	11.007
Ajuste por interés minoritario				37.743
(Disminución) aumento neto de efectivo y equivalente al efectivo	(5.770.943)	(240.040)	7.114.779	236.776
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período de los activos no corrientes mantenidos para la venta	3.710.833			
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período	6.117.844	10.068.717	2.953.938	2.717.162
Menos efectivo al final del período de los activos no corrientes mantenidos para la venta	691.582	3.710.833	-	
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período	3.366.152	6.117.844	10.068.717	2.953.938

En la siguiente gráfica se observa el comportamiento de los activos de la compañía, los cuales, previo a la adquisición de la filial brasileña en 2015, se concentraban en mayor grado en activos no corrientes (60%) en comparación de los activos corrientes (40%). Tras dicha adquisición, la participación de ambos rubros fue cercana al 50%.

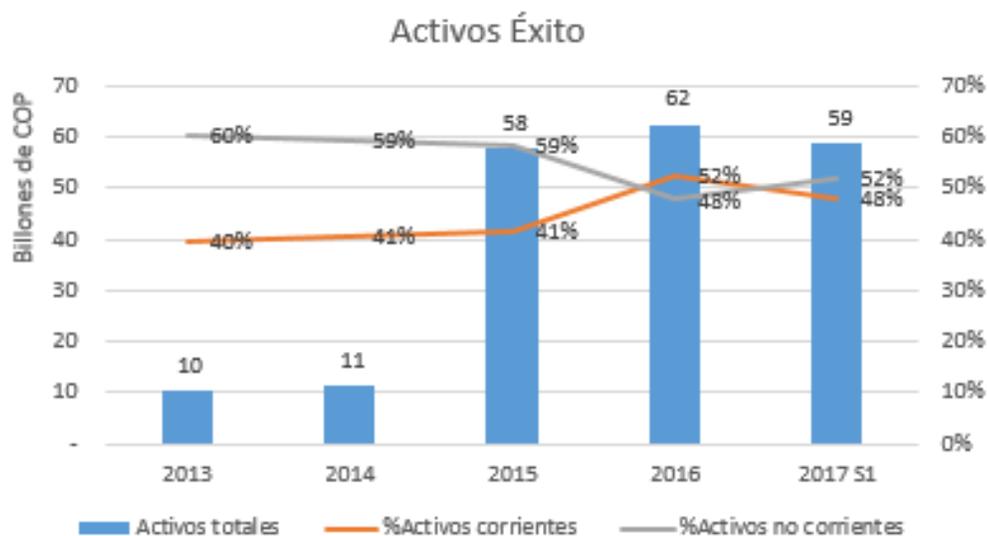


Ilustración 5 Activos Totales

Previo a la adquisición de la filial brasileña, la compañía se financiaba en mayor medida por recursos propios (80%-70%) seguido de recursos de terceros (20%-30%). Este comportamiento se modifica a partir de 2015, año en el cual la proporción cambia a 30% y 70%, respectivamente. Gran parte del endeudamiento adquirido por la compañía correspondió a pasivos corrientes, cuya participación varió de cerca del 90% del pasivo total a cerca del 70% después de la adquisición.



Ilustración 6 Pasivos Totales

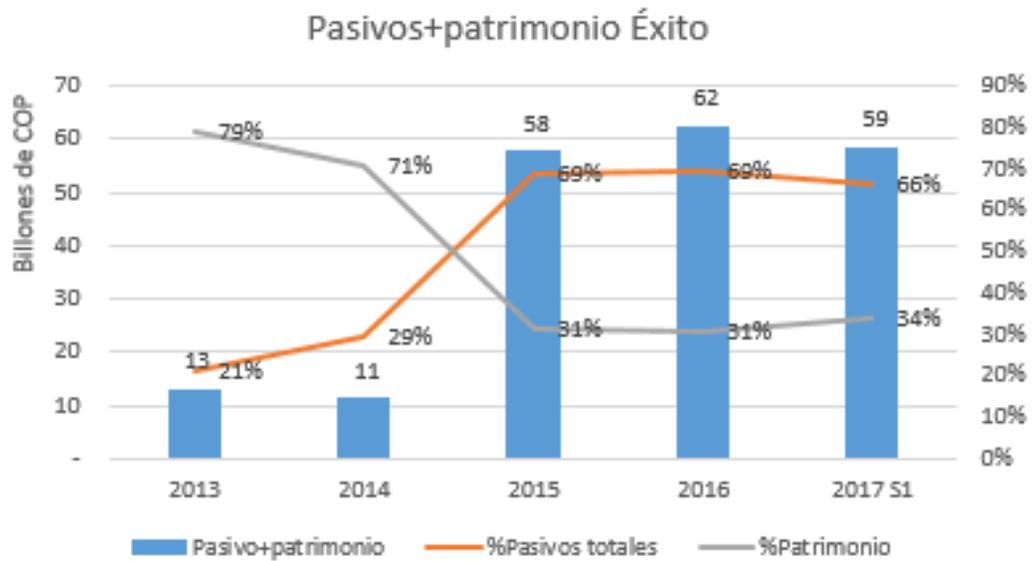


Ilustración 7 Pasivos y Patrimonio Éxito 2013 - 2017 S1

En cuanto a los ingresos, el incremento significativo de este rubro obedece a los ingresos generados por la filial brasileña. Pese a ello, el margen bruto se mantuvo cerca del 25%. Respecto de los márgenes operacional y neto, estos se redujeron del 6% y del 5% (2014), respectivamente, al 4% y 1% (2017 S1).

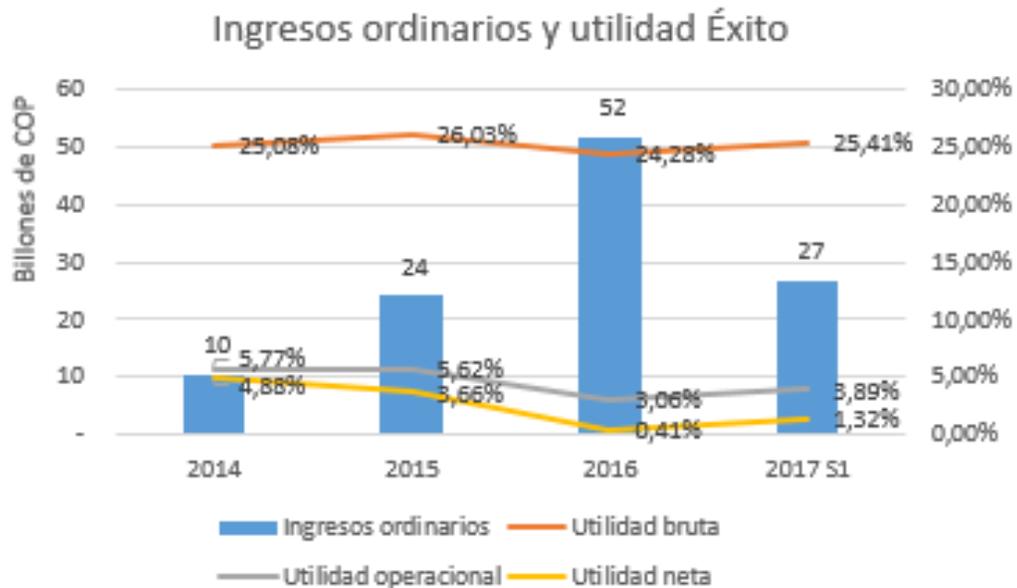


Ilustración 8 Ingresos Ordinarios y Utilidad del Éxito 2014 - 2017 S1

4.1 Estructura de Capital de Almacenes Éxito

Deuda Financiera de la Empresa:

Para el cálculo de la deuda financiera de la compañía, se utilizaron las Notas a los Estados Financieros correspondientes a los rubros “Deuda Financiera, neta” y “Otros pasivos financieros”.

Se consideraron los siguientes rubros debido a que corresponden a obligaciones que generan intereses bancarios:

- **Sobregiros.**
- **Préstamos bancarios:** En sus componentes corriente y no corriente. Corresponden a obligaciones financieras contraídas en agosto de 2015 por Almacenes Éxitos a través de la compañía española Onper Investment 2015 SL con bancos nacionales por \$3.25

billones de pesos y con bancos del exterior por 400 millones de dólares, con el propósito de adquirir las operaciones de la Companhia Brasileira de Distribuição.

- **Arrendamientos financieros:** En sus componentes corriente y no corriente.
- **Cartas de crédito.**
- **Bonos emitidos:** En sus componentes corriente y no corriente. Corresponden a títulos de deuda emitidos por la Companhia Brasileira de Distribuição con el fin de “fortalecer su capital de trabajo, mantener su estrategia de efectivo y de alargamiento de su perfil de deuda y de inversión”. Dichos instrumentos no poseen cláusulas de repactación, no son convertibles en acciones y no poseen garantía, excepto para las emisiones de las subsidiarias, en las cuales el aval es ejercido por la subsidiaria.
- **Papeles comerciales:** Corresponde a emisión de títulos de deuda por parte de la Companhia Brasileira de Distribuição

Por otra parte, se omitieron los siguientes rubros por no ajustarse a la condición anteriormente mencionada:

- **Opciones de venta (put options)**
- **Venta de cartera**
- **Instrumentos financieros:** En sus componentes corriente y no corriente.
- **Recaudos recibidos para terceros:** Corresponde principalmente a ingresos recibidos para la Companhia Brasileira de Distribuição, pagos recibidos por la Tarjeta de crédito Éxito y recaudos recibidos para la subsidiaria Éxito Viajes y Turismos SAS.

Tabla 6 Deuda financiera de Almacenes Éxito

	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
	\$ MM	\$ MM	\$ MM	\$ MM	\$ MM
Nota Deuda Financiera, neta					
Sobregiros	52.594			53	95.149
Préstamos bancarios	2.223.760	2.546.724	3.563.057	1.376	46
Arrendamientos financieros	43.370	41.415	37.268	5.414	-
Opción de venta ("PUT option")	381.658	364.867	310.323	-	-
Venta de cartera		-	3.184	-	-
Cartas de crédito	7.765	10.105	8.726	1.074	3.445
Total pasivos financieros corrientes	2.709.147	2.963.111	3.922.558	7.917	98.640
Préstamos bancarios	3.996.671	4.179.704	6.511.220	-	-
Arrendamientos financieros	154.664	175.175	196.341	36.416	4.996
Total pasivo financieros no corriente	4.151.335	4.354.879	6.707.561	36.416	4.996
Nota Otros pasivos financieros					
Bonos emitidos (1)	23.052	34.990	30.251	152.441	14.409
Papeles comerciales (2)	20.286	488.025			
Instrumentos financieros derivados designados	95.655	168.506	2.351	5.644	
Instrumentos financieros derivados (4)	865	17.608			
Recaudo recibidos para terceros (5)	59.989	96.426	363.450		
Corriente	199.847	805.555	396.052	158.085	14.409
Bonos emitidos (1)	2.747.888	1.753.208	714.079		137.699
Instrumentos financieros derivados designados	37.979	81.951	19.106		
No corriente	2.785.867	1.835.159	733.185	-	137.699
Deuda financiera en pesos colombianos	9.270.050	9.229.346	11.060.942	196.774	255.744

Patrimonio Económico de la empresa

Tabla 7 Patrimonio Económico de Almacenes Éxito

	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
	\$	\$	\$	\$	\$
Precio de la acción	15.340	14.900	13.500	29.200	30.000
Cantidad de acciones en circulación	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316
Patrimonio económico económico en pesos	6.866.250.207.440	6.669.304.308.400	6.042.658.266.000	13.070.046.027.200	13.428.129.480.000

El valor de la empresa (V) corresponde a la sumatoria de la deuda financiera, calculada en el numeral anterior, y el patrimonio económico. Este último resulta de multiplicar el valor de la acción (dividido entre un millón para efectos de consistencia de los datos) por la cantidad de las acciones con corte a junio 30 de 2017.

La razón deuda financiera a valor de la empresa (B/V) se obtuvo dividiendo el valor de la deuda financiera, calculado en el punto anterior, entre el valor de la empresa.

Tabla 8 Valor de la empresa

	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
	\$ MM				
Valor de la empresa	16.136.300	15.898.650	17.103.600	13.266.820	13.683.873
B/V	57,45%	58,05%	64,67%	1,48%	1,87%
P/V	42,55%	41,95%	35,33%	98,52%	98,13%
B/P	135,01%	138,39%	183,05%	1,51%	1,90%

4.2 Costo Patrimonial y Costo de Capital de Almacenes Éxito

Beta de la Acción

Para medir el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción respecto a la rentabilidad promedio del "mercado" en que se negocia, se calculó el beta de la acción. Dicho beta mide el 'riesgo sistemático' o 'de mercado'; es decir, el tipo de riesgo no diversificable. Cuanto más volátil sea una acción con respecto al índice del mercado, tanto mayor será su 'riesgo de mercado'.

Para el cálculo del beta de la acción se descargaron los precios de la acción de Almacenes Éxito y de un índice bursátil de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). A continuación se enumera y se hace una breve descripción de los diferentes índices existentes y se indica cuál de ellos fue empleado en el cálculo anteriormente mencionado:

- **COLSC:** Índice de renta variable cuyas iniciales significan Índice Small Cap Colombia. Se compone de las quince acciones de las empresas más pequeñas en capitalización bursátil que pertenecen al índice COLEQTY. Se descartó su uso para el cálculo del beta de la acción de Éxito que el índice COLCAP resulta ser un mejor proxy del mercado accionario colombiano dada la mayor cantidad de acciones que considera.
- **COLIR:** Índice de renta variable cuyas iniciales significan en español “Reconocimiento de Emisores”.
- **COLTES LP:** Índice de renta fija.
- **COLTES UVR:** Índice de renta fija.

- **COLTES:** Índice de renta fija enfocado en títulos de deuda pública (TES).
- **COLTES CP:** Índice de renta fija.

Los cuatro anteriores índices se descartaron para el cálculo del beta de la acción de Éxito dado que pertenecen al mercado de renta fija.

- **COLIBR:** Índice de mercado monetario que replica una inversión que renta a la tasa IBR Overnight, la cual es calculada y publicada a diario por el Banco de la República permitiendo así realizar seguimiento al mercado monetario colombiano. Por sus características se omite en el cálculo del beta de las acciones de Almacenes Éxito.
- **COLCAP:** Índice de renta variable que refleja las variaciones de los precios de las acciones de las empresas más líquidas de la Bolsa en el que la participación de cada título se determina con base en el valor de la capitalización bursátil ajustado. Se seleccionó este índice dado que es calculado de forma permanente siendo publicado de forma intradiaria, diaria y mensual.

En la siguiente tabla se muestra la canasta de títulos de renta variable que componían el índice COLCAP a junio 30 de 2017. Se observa que las acciones de Almacenes Éxito se ubican en la décimo tercera posición entre los veinticuatro títulos con mayor capitalización en la Bolsa.

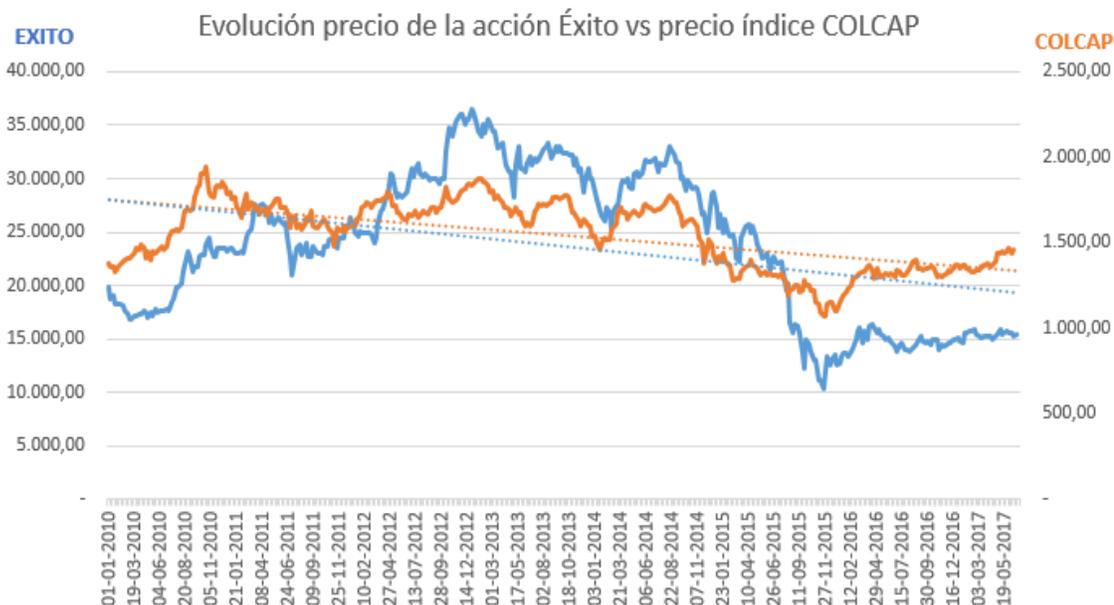
Tabla 9 Canasta de títulos de renta variable

CANASTA 38		
May. - Jul. 2017		
	NEMOTÉCNICO	PARTICIPACIÓN
1	PFBCOLOM	13,562%
2	GRUPOSURA	9,194%
3	ECOPETROL	7,818%
4	NUTRESA	6,652%
5	GRUPOARGOS	6,512%
6	BCOLOMBIA	6,602%
7	ISA	5,596%
8	CEMARGOS	5,294%
9	PFAVAL	5,155%
10	PFGRUPOARG	4,383%
11	PFGRUPSURA	4,344%
12	EEB	4,302%
13	EXITO	3,290%
14	PFDAVVNDA	3,272%
15	CORFICOLCF	2,710%
16	BOGOTA	2,632%
17	PFCEMARGOS	2,481%
18	CLH	1,907%
19	CELSIA	1,896%
20	PFAVH	1,045%
21	CNEC	0,580%
22	CONCONCRET	0,334%
23	BVC	0,234%
24	ETB	0,205%
	TOTAL	100,000%

- **COLEQTY:** Índice de renta variable compuesta por las cuarenta acciones con mejor función de selección dentro de la Bolsa.

Después de seleccionar el índice COLCAP, se elaboró la siguiente gráfica del comportamiento histórico de los precios expresados en pesos colombianos de la acción de Almacenes Éxito, representada en la curva azul, y del Índice COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia, reflejado en la curva naranja. Allí se observa un patrón similar entre los precios de la acción y el proxy elegido entre marzo de 2012 y junio de 2015. Sin embargo, durante el segundo semestre de 2015 se evidencia una caída pronunciada en el precio de la acción de Éxito producto de la adquisición de la Companhia Brasileira de Distribuição y de las demás filiales de la compañía en Uruguay y Argentina.

Tabla 10 Evolución precio de la acción Éxito vs precio



Posteriormente, se calcularon los betas y los P-value de los precios de la acción de Éxito y del proxy del mercado seleccionado (COLCAP) empleando el aplicativo E-views. A continuación se consolidan los resultados obtenidos:

Tabla 11 Beta de la acción y p-value

	2013	2014	2015	2016	2017*
Beta de la Acción	0,90	1,09	1,02	1,28	1,41
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Como se observa en la anterior tabla, el riesgo no diversificable de Almacenes Éxito se ha incrementado desde 2013 hasta el primer semestre de 2017 como consecuencia de la adquisición de las filiales que actualmente posee en Brasil, Uruguay y Argentina.

En el anexo n. 6.1 se presentan los datos arrojados en dichas regresiones, los cuales fueron corroborados utilizando la función de Excel +PENDIENTE() y de la elaboración de una gráfica de dispersión de los retornos de los precios de la acción de Éxito y del índice COLCAP en períodos acumulados de dos años.

La información de referencia para el mercado Colombiano es una tasa libre de riesgo en pesos colombianos que asciende a 6,755% (Bono emitido por el gobierno –TES- con un horizonte de 10 años). De manera similar, el premio por riesgo de mercado es de 8.2%, dicho dato fue ubicado en la página web de Damodaran a Enero de 2017.

Para poder computar el costo de capital de la empresa, es necesario identificar los riesgos relacionados a la deuda financiera (beta de la deuda), a las operaciones de Éxito (beta sin deuda) y el riesgo financiero de acuerdo a la estructura de financiamiento de largo plazo de la compañía (beta con deuda).

Costo de la Deuda (k_b)

Corresponde al costo que tiene una empresa para desarrollar su actividad o un proyecto de inversión a través de su financiación en forma de créditos y préstamos o emisión de deuda.

Dado que la empresa no registra deuda vigente en bonos de largo plazo, se utilizó como aproximación al costo de la deuda, la relación entre gastos financieros sobre deuda financiera neta. En promedio, el costo de la deuda asciende a un 8,58%. Se podría aseverar que dado que el costo de endeudamiento es mayor que la tasa libre de riesgo, la deuda es riesgosa, por lo que resulta necesario estimar el Beta de la deuda utilizando el modelo CAPM.

Tabla 12 Costo de la Deuda.

Cuentas	1 enero al 31 diciembre de 2016 COP	1 enero al 31 diciembre de 2015 COP
Gastos por intereses, préstamos y arrendamientos financieros	1.118.109	391.246
Pérdidas por instrumentos financieros derivados	193.258	39.010
Pérdidas por diferencia en cambio	137.583	633.759
Otros gastos financieros	98.870	48.834
Gastos por comisiones	146.293	54.892
Gastos por intereses, negociaciones con proveedores	49.997	22.170
Gastos por intereses, bonos	-	5.596
Total gastos financieros	1.744.110	1.195.507
Total gastos financieros relacionados con la deuda financiera (a)	1.216.979	440.080
Deuda financiera (b)	9.229.346	11.060.942
Costo de la deuda (a) / (b)	13,19%	3,98%
	Promedio simple	8,58%

Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando el modelo de valoración CAPM y la tasa de costo de la deuda, se calculó el beta de la deuda de la empresa.

Para tales efectos, el premio por riesgo de mercado aplicado fue de 8,20%, de acuerdo a lo evidenciado en Damodaran, al filtrar por Colombia, como se muestra a continuación:

Tabla 13 Damodaran total equity risk premium

Country	Area	Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign CDS, net of US	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium
Colombia	Central and South America	Baa2	2,20%	8,40%	2,71%	2,04%	8,20%	2,51%

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

$$\beta_d = \frac{k_b - r_f}{(E(R_m) - r_f)}$$

$$\beta_d = \frac{8,58\% - 6,755\%}{(8,20\%)}$$

$$\beta_d = 0,22256098$$

Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$) Corresponde al valor obtenido a través de la regresión econométrica de los precios de las acciones de Almacenes Éxitos respecto del proxy del mercado seleccionado (COLCAP) correspondiente al período comprendido entre julio 01 de 2015 y junio 30 de 2017.

Tabla 14 Beta de la Acción

2017	
Beta de la Acción	1,41

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

Para el cálculo del beta patrimonial sin deuda se requiere utilizar la fórmula de Rubenstein (1973) dado que la compañía posee riesgo:

$$\beta_P^{CD} = \beta_P^{SD} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_D (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

- Beta de la acción (β_p^{CD})
- Tasa impositiva:

Para el cálculo del impuesto se tomaron las ventas por segmentos operacionales, que para el caso de Almacenes Éxito, corresponden a los países en los cuales tienen participación. Se calculó una tasa de impuestos promedio ponderada con base en las ventas realizadas por la compañía durante los años 2016 y 2015. Como se muestra a continuación, se halló la participación relativa de las

ventas de cada segmento operacional, se multiplicó la tasa del impuesto a la renta de cada segmento por su porcentaje de participación relativa y los resultados se sumaron:

Como se muestra a continuación, se halló la participación relativa de las ventas de cada segmento operacional, se multiplicó la tasa del impuesto a la renta de cada segmento por su porcentaje de participación relativa y se sumaron los resultados obtenidos:

Tabla 15 Participación por país 2016 y 2015

País	Ingresos a 31/12/2016	% Part.	Tasa de impuestos por país	Suma promedio ponderado
Colombia	10.995.818	21,61%	34%	7,35%
Brasil	36.182.414	71,11%	34%	24,18%
Uruguay	2.376.064	4,67%	25%	1,17%
Argentina	1.324.595	2,60%	35%	0,91%
Total	50.878.891	100,00%		33,61%

País	Ingresos a 31/12/2015	% Part.	Tasa de impuestos por país	Suma promedio ponderado
Colombia	10.285.199	32,28%	34%	10,98%
Brasil	18.857.172	59,19%	34%	20,12%
Uruguay	2.122.911	6,66%	25%	1,67%
Argentina	595.882	1,87%	35%	0,65%
Total	31.861.164	100,00%		33,42%

Adicionalmente, con la información presentada en el estado de resultados, se halló la tasa impositiva real para los años 2016, 2015 y 2014 dividiendo el “Gasto por impuesto” entre la “Ganancia (pérdida) antes de impuestos por operaciones continuadas”. Posteriormente, se calculó un promedio simple el cual da como resultado un 33,56%, el cual es similar al cálculo de los dos años que se presentó anteriormente.

Tabla 16 Tasa impositiva real para los años 2016, 2015 y 2014

(En millones de pesos colombiano MMS)				
Estados de resultados	Diciembre 31, 2016 MMS	Diciembre 31, 2015 MMS	Diciembre 31, 2014 MMS	Promedio
Ganancia (pérdida) antes de impuestos por operaciones continuadas	380.270	1.268.082	691.783	
Gasto por impuestos	(167.814)	(387.683)	(179.750)	
Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas	212.456	880.399	512.033	
% Impuesto real	44,13%	30,57%	25,98%	33,56%

- Estructura de capital promedio (B/P): La cual fue calculada en el punto 4.1 “Estructura de capital de Almacenes Éxito”

Tabla 17 Estructura de capital promedio

Estructura de capital	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015	Promedio
Almacenes Éxito	%	%	%	
B/V	57,45%	58,05%	64,67%	60,06%
P/V	42,55%	41,95%	35,33%	39,94%
B/P	135,01%	138,39%	183,05%	150,35%

Remplazando los valores en la ecuación:

$$\beta_P^{CD} = \beta_P^{SD} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_D (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$1,41 = \beta_P^{SD} [1 + (1 - 0,34)(1,5035)] - 0,2226(1 - 0,34)(1,5035)$$

$$\beta_P^{SD} = \frac{1,6308}{1,9923} = 0,8185$$

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

Para su cálculo se recurrió nuevamente a la fórmula planteada por Rubenstein (1973) remplazando los siguientes valores:

$$\beta_p^{CD} = \beta_p^{SD} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_D (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

- Tasa impositiva de largo plazo: Se calculó un promedio aritmético de las tasas impositivas de Brasil y Colombia dada la participación relativa de los ingresos ordinarios obtenidos en dichos países.

Tabla 18 Tasa impositiva de largo plazo

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

- Estructura de capital objetiva (B/P)

Tabla 19 Estructura de capital objetiva

Estructura de capital	31.12.2016	31.12.2015	OBJETIVO
Almacenes Éxito	%	%	
B/V	58,05%	64,67%	61%
P/V	41,95%	35,33%	39%
B/P	138,39%	183,05%	158,80%

Remplazando los valores en la ecuación:

$$\beta_p^{CD} = 0,8185[1 + (1 - 0,35)(1,588)] - 0,2226(1 - 0,35)(1,588)$$

$$\beta_p^{CD} = 1,433$$

Costo Patrimonial (k_p)

Con la finalidad de determinar la tasa de rendimiento requerido por los inversionistas realizamos el siguiente cálculo:

Utilizando CAPM se estimó la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa.

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

Donde:

Rf=Tasa libre de riesgo

E(Rm)-rf= Prima por riesgo no diversificable

$\beta_p^{C/D}$ =Beta patrimonial con deuda

Reemplazando los valores en la ecuación:

$$k_p = 6,755\% + 8,20\% \cdot 1,433$$

$$k_p = 18,51\%$$

Costo de Capital (k_0)

Para determinar la tasa de rendimiento que los proveedores de capital requieren como una compensación respecto a su contribución de capital

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimó el costo de capital para Almacenes Éxito. Para ello se empleó la siguiente ecuación:

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

Donde:

K_p =Costo patrimonial

P/V =Razón patrimonio a valor de la empresa.

K_b =Costo de la deuda.

B/V =Razón patrimonio a valor de la empresa.

t_c =Tasa impositiva

Remplazando los valores en la ecuación:

$$K_o = 18,51\% \cdot 38,6\% + 8,58\% (1 - 0,35) \cdot 61,4\%$$

$$\mathbf{K_o = 10,58\%}$$

4.3 Valoración de la Empresa por Múltiplos

Parte de la posibilidad de comparar los valores de dos o más activos que se consideran similares o comparables por el mercado. Dos firmas son comparables cuando estas poseen riesgos, tasas de crecimiento, características de flujo de cajas parecidas.

4.3.1 Valores para la Industria:

Se consideraron a Cencosud y Falabella como las compañías similares a Almacenes Éxito SA debido a:

- **Rubro en el que ejecutan su giro: Retail**

Tabla 20 Segmentos de Falabella, Cencosud y Almacenes Éxito

Rubro	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

La siguiente tabla muestra los ingresos de actividades ordinarias de Cencosud y Falabella por línea de negocio permitiendo observar que los ingresos de Cencosud son originados, principalmente, de la línea “supermercados” mientras que, en el caso de Falabella, dicha línea de negocio corresponde al 18% del total de sus ingresos ordinarios.

Tabla 21 Ingresos de actividades ordinarias de Cencosud y Falabella

Cencosud

Línea de negocio	2017 S2	% Part	2016	% Part	2015	% Part
Supermercados	3.677.980	72,07%	7.487.810	72,52%	8.045.566	73,27%
Mejoramiento del hogar	649.450	12,73%	1.294.348	12,54%	1.469.246	13,38%
Tiendas por departamento	545.438	10,69%	1.126.931	10,91%	1.051.642	9,58%
Centros comerciales	121.359	2,38%	238.722	2,31%	248.026	2,26%
Servicios financieros	108.788	2,13%	177.683	1,72%	165.820	1,51%
Total	5.103.015	100,00%	10.325.494	100,00%	10.980.300	100,00%

Falabella

Línea de negocio	2017 S2	% Part	2016	% Part	2015	% Part
Tiendas por departamento	1.300.794	33,73%	2.720.215	34,94%	2.689.097	34,61%
Mejoramiento del hogar	1.869.145	48,47%	3.692.139	47,43%	3.763.307	48,44%
Supermercados	686.055	17,79%	1.371.991	17,63%	1.316.317	16,94%
Total	3.855.994	100,00%	7.784.345	100,00%	7.768.721	100,00%

- **Riesgos que afrontan:**
 - Desaceleración económica en los países donde operan. Afectación en el gasto de consumo.
 - Rápidos y enormes cambios tecnológicos que transforman los hábitos de consumo. Migración a canales online, reducción en la dotación de vendedores, Big Data, etc.
 - Incremento de la competencia con grandes retailers globales online. Por ejemplo: Amazon, Alibaba e eBay.
 - Inseguridad generada por la delincuencia.
 - Riesgos de crédito asociados a la financiación a través de tarjetas de crédito.

- **Ubicación geográfica donde operan:** Las tres compañías afrontan riesgos, oportunidades y amenazas similares en los países latinoamericanos en los cuales realizan su giro.

Tabla 22 Ubicación Geográfica de Falabella, Cencosud y Almacenes Éxito

País	Falabella	Cencosud	Éxito
Argentina	x	x	x
Brasil	x	x	x
Colombia	x		x
Chile	x	x	
Perú	x	x	
Uruguay	x		x

La siguiente tabla muestra los ingresos de actividades ordinarias de Cencosud y Falabella clasificados según los países en los que estos se generan. En el caso de Cencosud, el 67% de sus ingresos fueron originados en Chile y Argentina mientras que, en el caso de Falabella, estos se originan en un 51% en Chile.

Tabla 23 Ingresos de actividades ordinarias de Censosud y Falabella por país

Cencosud

País	2017 S2	% Part	2016	% Part	2015	% Part
Chile	2.135.373	41,84%	4.336.459	42,00%	4.129.347	37,61%
Argentina	1.283.289	25,14%	2.524.992	24,45%	3.254.841	29,64%
Brasil	794.607	15,57%	1.589.769	15,40%	1.682.600	15,32%
Perú	475.086	9,31%	985.729	9,55%	994.329	9,06%
Colombia	415.261	8,14%	888.547	8,61%	919.183	8,37%
Total	5.103.616	100,00%	10.325.496	100,00%	10.980.300	100,00%

Falabella

País	2017 S2	% Part	2016	% Part	2015	% Part
Chile	2.101.330	54,50%	4.178.697	53,68%	3.989.470	51,35%
Argentina	232.053	6,02%	469.115	6,03%	614.720	7,91%
Brasil	87.397	2,27%	167.504	2,15%	164.812	2,12%
Perú	905.113	23,47%	1.853.384	23,81%	1.879.611	24,19%
Colombia	530.101	13,75%	1.115.645	14,33%	1.120.108	14,42%
Total	3.855.994	100,00%	7.784.345	100,00%	7.768.721	100,00%

- **Negociación de instrumentos financieros en Bolsa:** Las tres compañías tranzan instrumentos del activo en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). Adicionalmente, sus matrices se ubican en países miembros de la Alianza del Pacífico comercializando sus instrumentos en el Mercado Integrado Latinoamericano. Lo anterior implica la aplicación de un marco normativo estandarizado para los títulos allí tranzados. En el caso de Almacenes Éxito, la compañía cotiza también en la Bolsa de Valores de São Paulo.

Para el cálculo de los múltiplos se utilizaron los siguientes datos, los cuales serán explicados a continuación:

Tabla 24 Datos Cencosud y Falabella a junio 2017 y 2016.

DATO	Cencosud		Falabella	
	2017-06	2016-06	2017-06	2016-06
Market price per share	1.763,20	1.888,80	5.454,10	5.048,10
Número de acciones	2.862.551.947,00	2.842.520.872,00	2.434.465.103,00	2.434.465.103,00
Earnings per share	99,26	124,61	259,35	212,77
Market value of equity	5.047.251.592,95	5.368.953.423,03	13.277.816.118,27	12.289.423.286,45
Market value of debt	3.044.371.829,00	2.983.941.621,38	2.946.040.045,18	5.503.981.501,82
Cash	150.726.728,00	204.307.183,00	176.831.271,00	177.134.629,00
EBITDA	974.729.000,00	973.092.000,00	1.196.846.000,00	1.142.152.000,00
EBIT	733.437.000,00	755.948.000,00	922.933.000,00	886.386.000,00
Book value of equity	4.012.368.496,00	3.994.088.396,00	5.296.900.576,00	4.612.221.385,00
Book value of debt	3.369.118.127,00	3.262.902.708,00	3.817.799.617,00	3.456.871.886,00
Revenues	10.454.597.760,00	10.712.765.581,00	8.027.114.315,00	7.918.324.599,00
EV	7.940.896.693,95	8.148.587.861,42	16.047.024.892,45	17.616.270.159,27

- **Market price per share:** Precios de cierre de las acciones de Cencosud y Falabella tomados de www.infobolsa.es con corte a junio 30 de 2016 y junio 30 de 2017.
- **Número de acciones:** Datos tomados de las notas de los Estados Financieros.
- **Earnings per share:** Para el cálculo de las ganancias por acción, se requiere calcular la utilidad neta del período comprendido entre julio de 2016 y junio de 2017 para lo cual se toma el dato correspondiente a la vigencia 2017 (enero a diciembre), se restan los resultados obtenidos durante el primer semestre de 2016 y se adicionan los resultados obtenidos durante el primer semestre de 2017. Lo anterior considerando que para el cálculo de los múltiplos, los valores correspondientes al Estado de resultados han de considerarse en términos anuales.

En el caso de Cencosud:

+ Resultado del ejercicio ene-16 a dic-16	387.754.867
- Resultado del ejercicio ene-16 a jun-16	194.033.830
+ Resultado del ejercicio ene-17 a jun-17	90.412.849
= Resultado del ejercicio jul-16 a jun-17	284.133.886
Número de acciones	2.862.551.947
Ganancia por acción	99,26
+ Resultado del ejercicio ene-15 a dic-15	231.940.905
- Resultado del ejercicio ene-15 a jun-15	73.475.047
+ Resultado del ejercicio ene-16 a jun-16	194.033.830
= Resultado del ejercicio jul-15 a jun-16	352.499.688
Número de acciones	2.828.723.963
Ganancia por acción	124,61

En el caso de Falabella:

+ Resultado del ejercicio ene-16 a dic-16	609.024.729
- Resultado del ejercicio ene-16 a jun-16	221.274.242
+ Resultado del ejercicio ene-17 a jun-17	243.616.309
= Resultado del ejercicio jul-16 a jun-17	631.366.796
Número de acciones	2.434.465.103
Ganancia por acción	259,35
+ Resultado del ejercicio ene-15 a dic-15	517.934.651
- Resultado del ejercicio ene-15 a jun-15	221.230.990
+ Resultado del ejercicio ene-16 a jun-16	221.274.242
= Resultado del ejercicio jul-15 a jun-16	517.977.903
Número de acciones	2.434.465.103
Ganancia por acción	212,77

- **Market value of equity:** Resulta del producto entre la cantidad de acciones y el precio de cierre de las mismas.
- **Market value of debt:** Datos que resulta de restarle el “Market value of equity” al “Enterprise value” (EV) y adicionarle el saldo del rubro “Efectivo y equivalentes al efectivo” del Estado de cambio en la situación financiera.

- **Cash:** Dato tomado del Estado de cambio en la situación financiera con corte a junio 30 de 2016 y de 2017.
- **EBITDA:** Dato tomado del “Análisis razonado” de Cencosud y Falabella. Para el cálculo del EBITDA, se requiere calcular el EBITDA del período comprendido entre julio de 2016 y junio de 2017 para lo cual se toma el dato correspondiente a la vigencia 2017 (enero a diciembre), se restan el EBITDA obtenido durante el primer semestre de 2016 y se adiciona el EBITDA obtenido durante el primer semestre de 2017. Lo anterior considerando que para el cálculo de los múltiplos, los valores correspondientes al Estado de resultados han de considerarse en términos anuales.

Para el caso de Cencosud:

+ EBITDA ene-16 a dic-16	1.076.450.000
- EBITDA ene-16 a jun-16	512.682.000
+ EBITDA ene-17 a jun-17	410.961.000
= EBITDA jul-16 a jun-17	974.729.000
+ EBITDA ene-15 a dic-15	743.871.000
- EBITDA ene-15 a jun-15	283.461.000
+ EBITDA ene-16 a jun-16	512.682.000
= EBITDA jul-15 a jun-16	973.092.000

Para el caso de Falabella:

+ EBITDA ene-16 a dic-16	1.151.481.000
- EBITDA ene-16 a jun-16	534.021.000
+ EBITDA ene-17 a jun-17	579.386.000
= EBITDA jul-16 a jun-17	1.196.846.000
+ EBITDA ene-15 a dic-15	1.113.884.000
- EBITDA ene-15 a jun-15	505.753.000
+ EBITDA ene-16 a jun-16	534.021.000
= EBITDA jul-15 a jun-16	1.142.152.000

- **EBIT:** Cifra tomada del “Análisis razonado” de Falabella. Para el cálculo del EBIT, se requiere calcular el EBIT del período comprendido entre julio de 2016 y junio de 2017 para lo cual se toma el dato correspondiente a la vigencia 2017 (enero a diciembre), se restan el EBIT obtenido durante el primer semestre de 2016 y se adiciona el EBIT obtenido durante el primer semestre de 2017. Lo anterior considerando que para el cálculo de los múltiplos, los valores correspondientes al Estado de resultados han de considerarse en términos anuales.

Para el caso de Cencosud:

+ EBIT ene-16 a dic-16	848.736.000
- EBIT ene-16 a jun-16	407.364.000
+ EBIT ene-17 a jun-17	292.065.000
= EBIT jul-16 a jun-17	733.437.000
+ EBIT ene-15 a dic-15	525.380.000
- EBIT ene-15 a jun-15	176.796.000
+ EBIT ene-16 a jun-16	407.364.000
= EBIT jul-15 a jun-16	755.948.000

Para el caso de Falabella:

+ EBIT ene-16 a dic-16	889.291.000
- EBIT ene-16 a jun-16	406.258.000
+ EBIT ene-17 a jun-17	439.900.000
= EBIT jul-16 a jun-17	922.933.000
+ EBIT ene-15 a dic-15	870.086.000
- EBIT ene-15 a jun-15	389.958.000
+ EBIT ene-16 a jun-16	406.258.000
= EBIT jul-15 a jun-16	886.386.000

- **Book value of equity:** Dato tomado del Estado de cambios en la situación financiera. Corresponde al patrimonio total con corte a junio 30 de 2016 y 2017.

- **Book value of debt:** Dato correspondiente a los pasivos totales del Estado de cambio en la situación financiera con corte a junio 30 de 2016 y 2017.
- **Revenues:** Ingresos provenientes de actividades ordinarias, los cuales fueron tomados del Estado de Resultados. Se requiere calcular los ingresos ordinarios del período comprendido entre julio de 2016 y junio de 2017 para lo cual se toma el dato correspondiente a la vigencia 2017 (enero a diciembre), se restan los ingresos obtenidos durante el primer semestre de 2016 y se adicionan los ingresos obtenido durante el primer semestre de 2017. Lo anterior considerando que para el cálculo de los múltiplos, los valores correspondientes al Estado de resultados han de considerarse en términos anuales.

En el caso de Cencosud:

+ Ingresos de actividades ordinarias ene-16 a dic-16	10.333.001.434
- Ingresos de actividades ordinarias ene-16 a jun-16	4.988.004.371
+ Ingresos de actividades ordinarias ene-17 a jun-17	5.109.600.697
= Ingresos de actividades ordinarias jul-16 a jun-17	10.454.597.760
+ Ingresos de actividades ordinarias ene-15 a dic-15	10.991.337.710
- Ingresos de actividades ordinarias ene-15 a jun-15	5.269.755.834
Ingresos de actividades ordinarias ene-16 a jun-16	4.991.183.705
= Ingresos de actividades ordinarias jul-15 a jun-16	10.712.765.581

En el caso de Fabella:

+ Ingresos de actividades ordinarias ene-16 a dic-16	7.898.301.784
- Ingresos de actividades ordinarias ene-16 a jun-16	3.838.383.487
+ Ingresos de actividades ordinarias ene-17 a jun-17	3.967.196.018
= Ingresos de actividades ordinarias jul-16 a jun-17	8.027.114.315
+ Ingresos de actividades ordinarias ene-15 a dic-15	7.753.209.572
- Ingresos de actividades ordinarias ene-15 a jun-15	3.673.268.460
Ingresos de actividades ordinarias ene-16 a jun-16	3.838.383.487
= Ingresos de actividades ordinarias jul-16 a jun-17	7.918.324.599

- **Enterprise value (EV):** Cifras tomadas de la plataforma Reuters con corte a junio 30 de 2017 y 2016.

4.3.2 Múltiplos de Ganancias

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

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

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

Tabla 25 Múltiplos de ganancias de la industria

EMPRESA	TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017-06	2016-06	Promedio	Ratios Bloomberg a 11/12/2017
CENCOSUD	MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	17,76	15,16	16,46	16,44
		ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	8,15	8,37	8,26	8,19
		ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	10,83	10,78	10,80	11,07
FALABELLA	MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	21,03	23,73	22,38	27,28
		ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	13,41	15,42	14,42	14,47
		ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	17,39	19,87	18,63	18,80
INDUSTRIA	MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	19,40	19,44	19,42	21,86
		ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	10,78	11,90	11,34	11,33
		ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	14,11	15,33	14,72	14,93

Los datos obtenidos fueron contrastados contra los ratios mostrados por Bloomberg con corte a diciembre 11 de 2017. Si bien, los valores calculados y los tomados de Bloomberg no corresponden a la misma fecha, estos últimos sirven de referencias para observar qué tan razonable fue el cálculo realizado.

4.3.3 Múltiplos de Valor en Libros

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

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

Tabla 26 Múltiplos de valor en libros de la industria

EMPRESA	TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017-06	2016-06	Promedio	Ratios Bloomberg a 11/12/2017
CENCOSUD	MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,26	1,34	1,30	1,15
		VALUE TO BOOK RATIO	1,10	1,15	1,12	
FALABELLA	MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,51	2,66	2,59	3,11
		VALUE TO BOOK RATIO	1,78	2,21	1,99	
INDUSTRIA	MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,88	2,00	1,94	2,13
		VALUE TO BOOK RATIO	1,44	1,68	1,56	

Los datos obtenidos fueron contrastados contra los ratios mostrados por Bloomberg con corte a diciembre 11 de 2017. Si bien, los valores calculados y los tomados de Bloomberg no corresponden a la misma fecha, estos últimos sirven de referencias para observar qué tan razonable fue el cálculo realizado.

MÚLTIPLOS DE INGRESOS

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

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

Tabla 27 Múltiplos de ingresos de la industria

EMPRESA	TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017-06	2016-06	Promedio	Ratios Bloomberg a 11/12/2017
CENCOSUD	MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,48	0,50	0,49	0,44
		ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	0,76	0,76	0,76	0,74
FALABELLA	MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,65	1,55	1,60	1,56
		ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,00	2,22	2,11	2,00
INDUSTRIA	MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,07	1,03	1,05	1,00
		ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,38	1,49	1,44	1,37

Los datos obtenidos fueron contrastados contra los ratios mostrados por Bloomberg con corte a diciembre 11 de 2017. Si bien, los valores calculados y los tomados de Bloomberg no corresponden a la misma fecha, estos últimos sirven de referencias para observar qué tan razonable fue el cálculo realizado.

Indicadores para la empresa:

La siguiente tabla contiene los principales datos a utilizar para la estimación del precio estimado de la acción de Almacenes Éxito a partir de los múltiplos calculados en las líneas anteriores. Los datos fueron acumulados desde el 01 de julio de 2016 hasta el 30 de junio de 2017.

Tabla 28 Principales datos a utilizar en la estimación del precio de la acción de Almacenes Éxito

ITEM CONTABLE	2017 (a Junio)
UTILIDAD POR ACCIÓN*	756,20
EBITDA** millones	2.979.216
EBIT** millones	2.019.446
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO** millones	19.711.485
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA** millones	58.625.795
VENTAS POR ACCIÓN	121.955
VENTAS** millones	54.587.478
Número de acciones	447.604.316
Precio de la acción*	15.340,00
Deuda financiera	9.270.050
Interés minoritario	12.095.435
Utilidad neta (después de impuestos)	338.478
Enterprise value	24.626.247
Market Capitalization	6.866.250
- Cash & Equivalents	3.366.152
+ Preferred & Other	11.856.099
+ Total Debt	9.270.050

Las anteriores cifras se expresan en pesos colombianos.

A continuación se presenta el cálculo anualizado de las partidas provenientes de los Estados de Resultados de Almacenes Éxito:

INGRESOS

+ Ingresos de actividades ordinarias ene-16 a dic-16	51.639.433
- Ingresos de actividades ordinarias ene-16 a jun-16	23.845.589
+ Ingresos de actividades ordinarias ene-17 a jun-17	26.793.634
= Ingresos de actividades ordinarias jul-16 a jun-17	54.587.478

EBITDA

+ EBITDA ene-16 a dic-16	2.464.463
- EBITDA ene-16 a jun-16	1.021.183
+ EBITDA ene-17 a jun-17	1.535.936
= EBITDA jul-16 a jun-17	2.979.216

EBIT

+ EBIT ene-16 a dic-16	1.578.271
- EBIT ene-16 a jun-16	600.433
+ EBIT ene-17 a jun-17	1.041.608
= EBIT jul-16 a jun-17	2.019.446

GANANCIA POR ACCIÓN

+ Resultado del ejercicio ene-16 a dic-16	-622.395
- Resultado del ejercicio ene-16 a jun-16	-491.413
+ Resultado del ejercicio ene-17 a jun-17	469.460
= Resultado del ejercicio jul-16 a jun-17	338.478
Número de acciones	447.604.316
Ganancia por acción	756,20

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

A continuación se presentan los valores estimados y la manera en como estos fueron calculados:

PRICE-EARNING (PRECIO UTILIDAD) (PE)

*Precio = Utilidad por acción * Price Earning Ratio Industria*

*Precio = \$756,20 * 19,42*

Precio = \$14.685

Tabla 29 PRICE-EARNING

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio	%Dif Precio vs precio real
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			14.685	-4,27%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado a 30 de junio de 2017, se observa que el primero resulta ser inferior en un 4% respecto del segundo.

ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)

*Valor de empresa = EBITDA * Enterprise Value To EBITDA Industria*

*Valor de empresa = \$2.979.216 * 11,34*

Valor de empresa = \$33.778.500

Patrimonio = Valor empresa – Deuda financiera – Interés minoritario

Patrimonio = \$33.778.500 – \$9.270.050 – \$12.095.435

Patrimonio = \$12.413.016

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

$$\text{Precio} = \frac{\$12.413.016}{447.604}$$

$$\text{Precio} = \$27.732$$

Tabla 30 ENTERPRISE VALUE TO EBITDA

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio	%Dif Precio vs precio real
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	33.778.500	12.413.016	27.732	80,78%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado a 30 de junio de 2017, se observa que el primero resulta ser superior en un 81% respecto del segundo.

ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)

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

$$\text{Valor de empresa} = \$2.019.446 * 14,72$$

$$\text{Valor de empresa} = \$29.719.942$$

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

$$\text{Patrimonio} = \$29.719.942 - \$9.270.050 - \$12.095.435$$

$$\text{Patrimonio} = \$8.354.457$$

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

$$\text{Precio} = \frac{\$8.354.457}{447.604}$$

$$\text{Precio} = \$18.665$$

Tabla 31 ENTERPRISE VALUE TO EBIT

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio	%Dif Precio vs precio real
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	29.719.942	8.354.457	18.665	21,67%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado a 30 de junio de 2017, se observa que el primero resulta ser superior en un 22% respecto del segundo.

PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)

$$\text{Patrimonio} = \text{Valor en libros del patrimonio} * \text{Price to book equity Industria}$$

$$\text{Patrimonio} = \$19.711.485 * 1,94$$

$$\text{Patrimonio} = \$38.306.300$$

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

$$\text{Precio} = \frac{\$38.306.300}{447.604}$$

$$\text{Precio} = \$85.581$$

Tabla 32 PRICE TO BOOK EQUITY

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio	%Dif Precio vs precio real
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		38.306.300	85.581	457,89%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado a 30 de junio de 2017, se observa que el primero resulta ser superior en un 458% respecto del segundo.

VALUE TO BOOK RATIO

*Valor de empresa = Valor libro de la empresa * Price to book equity Industria*

*Valor de empresa = \$58.625.795 * 1,56*

Valor de empresa = \$91.343.609

Patrimonio = Valor empresa – Deuda financiera – Interés minoritario

Patrimonio = \$91.343.609 – \$9.270.050 – \$12.095.435

Patrimonio = \$69.978.125

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

Precio = $\frac{\$69.978.125}{447.604}$

Precio = \$156.339

Tabla 33 VALUE TO BOOK RATIO

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio	%Dif Precio vs precio real
VALUE TO BOOK RATIO	91.343.609	69.978.125	156.339	919,16%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado a 30 de junio de 2017, se observa que el primero resulta ser superior en un 919% respecto del segundo.

PRICE TO SALES RATIO (PS)

Patrimonio = Ventas * Price to sales ratio Industria

Patrimonio = \$54.587.478 * 1,05

Patrimonio = \$57.181.686

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

Precio = $\frac{\$57.181.686}{447.604}$

Precio = \$127.751

Tabla 34 PRICE TO SALES RATIO

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio	%Dif Precio vs precio real
PRICE TO SALES RATIO (PS)		57.181.686	127.751	732,79%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio observado a 30 de junio de 2017, se observa que el primero resulta ser superior en un 733% respecto del segundo.

ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)

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

Valor de empresa = \$54.587.478 * 1,44

Valor de empresa = \$78.388.338

Patrimonio = Valor empresa – Deuda financiera – Interés minoritario

Patrimonio = \$78.388.338 – \$9.270.050 – \$12.095.435

Patrimonio = \$57.022.854

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

$$\text{Precio} = \frac{\$57.022.854}{447.604}$$

Precio = \$127.396

Tabla 35 ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio	%Dif Precio vs precio real
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	78.388.338	57.022.854	127.396	730,48%

Para sintetizar, se presentan consolidados los valores estimados:

Tabla 36 Múltiplos de Almacenes Éxito

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio	%Dif Precio vs precio real
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			14.685	-4,27%
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	33.778.500	12.413.016	27.732	80,78%
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	29.719.942	8.354.457	18.665	21,67%
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		38.306.300	85.581	457,89%
VALUE TO BOOK RATIO	91.343.609	69.978.125	156.339	919,16%
PRICE TO SALES RATIO (PS)		57.181.686	127.751	732,79%
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	78.388.338	57.022.854	127.396	730,48%

Como resultado de los múltiplos evidenciados de Almacenes Éxito, aquellos múltiplos que corresponden a cálculos con márgenes se acercan más al valor de la acción, todo lo contrario ocurre con los de Value to Book. Siendo los de márgenes, los que más se utilizan en la industria del Retail, para realizar comparables.

5. Conclusiones

Sin lugar a duda, Almacenes Éxito SA resulta ser una compañía atractiva para inversores externos. Prueba de ello fue la adquisición de más del 50% de su capital por parte del grupo Casino, una compañía francesa enfocada en invertir en hipermercados, supermercados, tiendas de descuento, tiendas de conveniencia, cash and carry y cafeterías localizados en países emergentes que experimentan crecimiento económico.

Esta adquisición hizo que el Grupo Éxito extendiera su rango de acción geográfica a Brasil, Argentina y Uruguay. Adicionalmente, generó cambios estructurales en la compañía. Esto se evidencia en la variación de la estructura de capital de la compañía, la cual pasó de financiarse prácticamente en su totalidad por recursos propios (patrimonio) a financiarse con recursos de terceros (pasivos).

Naturalmente, esta situación incrementa los riesgos no diversificables de la empresa notándose en un incremento del beta de la acción de la empresa respecto del proxy del mercado seleccionado (índice bursátil COLCAP). A su vez, este incremento en la medida de riesgo de la compañía se refleja en el costo promedio ponderado de capital (WACC), el cual es empleado en el método de valoración por flujos descontados para obtener el valor presente de los flujos de caja estimados en un horizonte temporal de cinco años.

Al realizar la valoración a través de múltiplos o comparables, se obtiene un precio de \$14.685 pesos colombianos a través del múltiplo de ganancias “Price to earnings ratio” reflejando que el valor observado de la acción podría estar sobreestimado en un 4%. Sin embargo, al utilizar los otros múltiplos se observan sobreestimaciones significativas: +919% al emplear el múltiplo “Value to book ratio”, +732% al utilizar el múltiplo “Price to sales ratio”, +730% al utilizar el múltiplo “Enterprise value to sales ratio”, +458% al calcular el múltiplo “Price to book equity”, +81% al utilizar el múltiplo “Enterprise Value to EBITDA” y +22% al utilizar el múltiplo “Enterprise Value to EBIT”.

Para el cálculo de dichos múltiplos se consideraron a las compañías “Cencosud” y “Falabella”, las cuales también pertenecen al rubro “retail” en el cual se desempeña Almacenes Éxito. Los valores

obtenidos fueron contrastados con los ratios presentados por Bloomberg para estas compañías con corte a diciembre 11 de 2017. Si bien, la fecha de los datos tomados de Bloomberg es diferente de la fecha de la información financiera tomada de Cencosud y Falabella (junio 30 de 2017), dichos valores sirven de referencia para observar cuán distantes fueron los valores obtenidos respecto de los reales.

Los precios estimados a través del método de múltiplos podrían verse afectado por los países en los que operan las compañías consideradas como comparables. Tanto Cencosud como Falabella poseen operaciones en Chile, en un 38% y 51% respecto del total de ingresos ordinarios obtenidos durante el primer semestre de 2017 y durante los años 2016 y 2015. Adicionalmente, en el caso de Cencosud, sus ingresos en Argentina representan entre el 25% y el 30% de sus ingresos ordinarios. En el caso de Almacenes Éxito SA, la compañía no presenta operaciones en Chile y su participación en Argentina representa menos del 3% de su total de ingresos. En el caso del Grupo Éxito, sus ingresos ordinarios se originan principalmente en Brasil (75%, aproximadamente) y Colombia (25% aproximadamente) en contraste con Cencosud cuyos ingresos ordinarios se realizaron en cerca de un 16% en Brasil y 8% en Colombia y en el caso de Falabella, cuyos ingresos ordinarios se realizaron en cerca de un 2% en Brasil y 14% en Colombia.

Sin embargo, el dato más llamativo resulta ser la contribución de la línea de negocio “supermercados” en los casos de Cencosud (73%) y Falabella (18%). Si bien, tanto las empresas comparables como Almacenes Éxito pertenecen al sector “retail”, Falabella posee características que la diferencian bastante del Grupo Éxito, lo cual podría incidir en el valor estimado de la acción de Éxito a través de múltiplos.

Con base en lo anterior, consideramos necesario identificar y utilizar empresas comparables que posean características similares a las de Almacenes Éxito a fin de obtener valores razonables en los precios de las acciones estimadas.

6 Anexos

6.1 Cálculo del beta promedio de la acción

Periodo: 201706-201507

Resumen

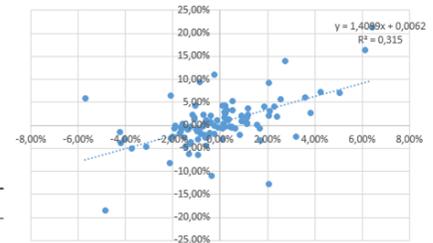
Estadísticas de la regresión	
Coefficiente:	0,581268334
Coefficiente:	0,315022143
R ² ajustad:	0,308306673
Error típico	0,042457671
Observacion	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,084562352	0,084562352	46,90992298
Residuos	102	0,18387069	0,001802654	5,73128E-10
Total	103	0,268433041		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,01	0,00	1,49	0,14	-0,00	0,01	-0,00	0,01
Variable X 1	1,41	0,21	6,85	5,73E-10	1,00	1,82	1,00	1,82

Beta Éxito-COLCAP 201507 a 201706



Periodo: 201606-201407

Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente:	0,584490148
Coefficiente:	0,341628733
R ² ajustad:	0,335174113
Error típico	0,045127015
Observacion	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,107784646	0,107784646	52,92778183
Residuos	102	0,207717639	0,02038447	7,31309E-11
Total	103	0,315502286		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,01	0,00	1,26	0,21	-0,00	0,01	-0,00	0,01
Variable X 1	1,28	0,18	7,28	7,31E-11	0,93	1,63	0,93	1,63

Beta Éxito-COLCAP 201407 a 201606



Periodo: 201506-201307

Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente:	0,663280234
Coefficiente:	0,439940669
R ² ajustad:	0,43449891
Error típico	0,025252784
Observacion	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,052205761	0,052205761	80,12356135
Residuos	102	0,066459697	0,000651566	1,69687E-14
Total	103	0,118665457		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,00	0,00	0,60	0,55	-0,00	0,01	-0,00	0,01
Variable X 1	1,02	0,11	8,95	1,70E-14	0,80	1,25	0,80	1,25

Beta Éxito-COLCAP 201307 a 201506



Periodo: 201406-201207

Periodo: 201406-201207

Resumen

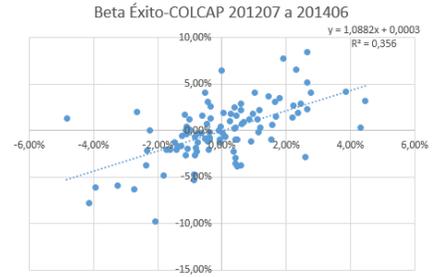
Estadísticas de la regresión

Coefficiente: 0,596685773
 Coeficiente: 0,356033912
 R² ajustad: 0,349720519
 Error típico 0,024501335
 Observacion 104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,033853847	0,033853847	56,39343395	2,32053E-11
Residuos	102	0,061232171	0,000600315		
Total	103	0,095086018			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,00	0,00	0,12	0,91	-0,00	0,01	-0,00	0,01
Variable X 1	1,09	0,14	7,51	2,32E-11	0,80	1,38	0,80	1,38



Periodo: 201306-201107

Resumen

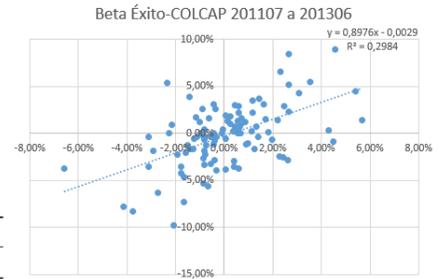
Estadísticas de la regresión

Coefficiente: 0,546302349
 Coeficiente: 0,298446256
 R² ajustad: 0,291635055
 Error típico 0,027146625
 Observacion 105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,032290451	0,032290451	43,81697722	1,65933E-09
Residuos	103	0,075904743	0,000736939		
Total	104	0,108195194			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,00	0,00	-1,07	0,28	-0,01	0,00	-0,01	0,00
Variable X 1	0,90	0,14	6,62	1,66E-09	0,63	1,17	0,63	1,17



7 Fuentes

Maqueira Villanueva Carlos. Finanzas Corporativas, teoría y práctica. Editorial Thomson Reuters. Santiago de Chile, Chile. Enero de 2015.

Banco Mundial (2017) Perspectivas 2018 En América Latina ¿Será mejor el próximo año? Recuperado de <http://envivo.bancomundial.org/perspectivas-economicas-america-latina>.

Bolsa de valores de Colombia (2017) Listado de emisores. Recuperado de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>

Bolsa de valores de Colombia (2017) Índices bursátiles. Recuperado de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indicesbursatiles?action=dummy>

Damodaran Aswath (2017) Country Default Spreads and Risks Premiums. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Fondo Monetario Internacional (2007) Perspectivas Económicas Regionales (REO) Octubre de 2017.

Recuperado de <http://www.imf.org/es/Publications/REO/WH/Issues/2017/10/11/wreo1017>

GPA (2017) Informações financeiras.

Recuperado de http://www.gpari.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28

Grupo Éxito (2017) Accionistas e inversionistas. Información financiera. Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>

Groupe Casino (2017) Recuperado de <https://www.groupe-casino.fr/fr/>

International Monetary Fund (2017) World Economic Outlook Database. Recuperado de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

Superintendencia de valores y seguros. (2017) Mercado de valores. Entidades fiscalizadas. Emisores de valores de oferta pública. Cencosud SA. Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93834000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAAvAAg&vig=VI&control=svs&pestanian=3> EEFF

Superintendencia de valores y seguros. (2017) Mercado de valores. Entidades fiscalizadas. Emisores de valores de oferta pública. SACI Falabella. Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90749000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAA5SAa&vig=VI&control=svs&pestanian=3>