



VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A. COLOMBIA

Mediante el Método de Flujo de Caja Descontado (Fdc)

VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE

MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno:

Andrea Liliana Suárez Melo

Profesor Guía:

Mauricio Alejandro Jara Bertín

Santiago, Enero de 2018

*Dedico este trabajo a mi mamá,  
quien con todo su esfuerzo y amor ha logrado  
que yo llegué a cumplir una meta más.  
A mis amigos que me han apoyado y prestado su ayuda.*

Andrea Suárez

## Tabla de Contenido

1 Resumen Ejecutivo .....	VI
2 Metodología de valoración .....	1
2.1 Modelo de descuento de dividendos .....	2
2.2 Método de Flujos de Caja Descontados .....	2
3 Descripción de la Empresa e Industria.....	5
3.1 Reseña histórica.....	5
3.2 Antecedentes de Almacenes Éxito.....	6
3.3 Unidades de negocio .....	8
3.4 Principales accionistas .....	10
3.5 Filiales.....	11
3.6 Antecedentes de la industria .....	18
3.7 Antecedentes financieros Grupo Éxito.....	23
4 Valoración de Almacenes Éxito.....	25
4.1 Estructura de Capital de Almacenes Éxito .....	32
4.2 Costo Patrimonial y Costo de Capital de Almacenes Éxito.....	35
4.3 Proyección del Estado de Resultados de Almacenes Éxito .....	46
4.3.1 Proyección de ingresos de actividades ordinarias .....	46
4.3.2 Análisis de Costos y gastos .....	58
4.4 Proyección de Flujos de Caja Libre.....	63
4.4.1 Flujo de Caja Bruto.....	63
4.4.2 Inversión de Reposición .....	64
4.4.3 Nuevas Inversiones (activo fijo).....	66
4.4.4 Inversión en capital de trabajo.....	66
4.4.5 Aumentos o disminuciones de capital de trabajo .....	69
4.4.6 Déficit o exceso de capital de trabajo.....	69
4.4.7 Activos prescindibles Grupo Éxito .....	70
5. Conclusiones.....	75
6 Anexos .....	77
7 Fuentes .....	79

## Índice de ilustraciones

<b>Ilustración 1 Principales Accionistas del grupo Éxito</b> .....	11
<b>Ilustración 2 Malla societaria</b> .....	18
<b>Ilustración 3 Ingresos Cencosud</b> .....	20
<b>Ilustración 4 EBITDA Ajustado</b> .....	21
<b>Ilustración 5 Activos Totales</b> .....	30
<b>Ilustración 6 Pasivos Totales</b> .....	30
<b>Ilustración 7 Pasivos y Patrimonio Éxito 2013 - 2017 S1</b> .....	31
<b>Ilustración 8 Ingresos Ordinarios y Utilidad del Éxito 2014 - 2017 S1</b> .....	32
<b>Ilustración 9 Ingresos reales y proyectados de Almacenes Éxito</b> .....	62
<b>Ilustración 10 Márgenes de Almacenes Éxito</b> .....	62

## Índice de Tablas

Tabla 1 Participación accionaria y número de acciones de los principales socios .....	11
Tabla 2 Selección de Filiales de Almacenes Éxito .....	12
Tabla 3 EBITDA de Cencosud por país a diciembre de 2016.....	19
Tabla 4 EBITDA Falabella por segmento .....	22
Tabla 5 Estados financieros de Almacenes Éxito .....	25
Tabla 6 Deuda financiera de Almacenes Éxito.....	34
Tabla 7 Patrimonio Económico de Almacenes Éxito.....	34
Tabla 8 Valor de la empresa.....	35
Tabla 9 Canasta de títulos de renta variable.....	37
Tabla 10 Evolución precio de la acción Éxito vs precio.....	38
Tabla 11 Beta de la acción y p-value.....	38
Tabla 12 Costo de la Deuda.....	40
Tabla 13 Damodaran total equity risk premium.....	40
Tabla 14 Beta de la Acción.....	41
Tabla 15 Participación por país 2016 y 2015.....	42
Tabla 16 Tasa impositiva real para los años 2016, 2015 y 2014.....	43
Tabla 17 Estructura de capital promedio.....	43
Tabla 18 Tasa impositiva de largo plazo.....	44
Tabla 19 Estructura de capital objetiva.....	44
Tabla 20 Ingreso de actividades ordinarias.....	47
Tabla 21 Tasa de crecimiento real Almacenes Éxito por región geográfica.....	47
Tabla 22 Variaciones de Ingresos Brasil de Almacenes Éxito .....	48
Tabla 23 Crecimiento del PIB Real según el Fondo Monetario Internacional.....	49
Tabla 24 Crecimiento del PIB Real según el Banco Mundial.....	49
Tabla 25 Evolución de la inflación y de la política monetaria.....	50
Tabla 26 Indicadores de Brasil .....	52
Tabla 27 Indicadores de Colombia.....	53
Tabla 28 Indicadores de Uruguay .....	53
Tabla 29 Indicadores de Argentina.....	54
Tabla 30 Tasa de crecimiento real Almacenes Éxito por región geográfica.....	54
Tabla 31 Proyección de Estado de Resultados Almacenes Éxito 2017 - 2022 .....	57
Tabla 32 Participación de los ingresos operacionales de la compañía .....	58
Tabla 33 Costos de distribución .....	59
Tabla 34 Gastos de administración .....	59
Tabla 35 Participación relativa de los costos de ventas, gastos operacionales y no operacionales.....	60
Tabla 36 Estado de Resultados Proyectados Almacenes Éxito .....	61
Tabla 37 Flujo de Caja Bruto.....	64

<b>Tabla 38 Cálculo de las Inversiones de reposición.....</b>	<b>65</b>
<b>Tabla 39 Inversión en activo fijo proyectada.....</b>	<b>66</b>
<b>Tabla 40 Capital de Trabajo Neto (CTON).....</b>	<b>68</b>
<b>Tabla 41 Necesidades de capital de trabajo.....</b>	<b>69</b>
<b>Tabla 42 Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo.....</b>	<b>69</b>
<b>Tabla 43 Déficit/Exceso de Capital de Trabajo.....</b>	<b>70</b>
<b>Tabla 44 Clasificación de los activos en operacional y no operación.....</b>	<b>70</b>
<b>Tabla 45 Activos prescindibles Grupo Éxito.....</b>	<b>71</b>
<b>Tabla 46 Flujo de caja libre más Valor Terminal.....</b>	<b>71</b>
<b>Tabla 47 Flujo de caja permanente.....</b>	<b>73</b>
<b>Tabla 48 Costo promedio ponderado de capital.....</b>	<b>73</b>
<b>Tabla 49 Valor Económico del Patrimonio.....</b>	<b>74</b>
<b>Tabla 50 Precio estimado de la acción.....</b>	<b>75</b>

## 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 valorización 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.

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 fondos<sup>1</sup>. 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 comparables<sup>2</sup>.

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

---

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

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

## 2.1 Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

$K_p$ = rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde  $\text{DPA}_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

## 2.2 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

---

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.<sup>4</sup>

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica,

---

<sup>4</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

### 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
<b>Razón Social</b>	ALMACENES ÉXITO S.A.
<b>Rut</b>	890.900.608-9
<b>Nemotécnico</b>	ÉXITO. PCAR4 (Bolsa de São Paulo) y CBD (Bolsa de valores de Nueva York): Acciones de la subsidiaria Companhia Brasileira de Distribuição
<b>Industria</b>	RETAIL
<b>Regulación</b>	SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA (Control)

	Observaciones
	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (1994)
<b>Tipo de Operación</b>	<p>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:</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>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 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</p>

	Observaciones
	<p>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%
	<b>Total</b>	<b>447.626.501</b>	<b>72,49%</b>

### 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", "Partiuviajens.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 las 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 las 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 las 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 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 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 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 las 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 la 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.



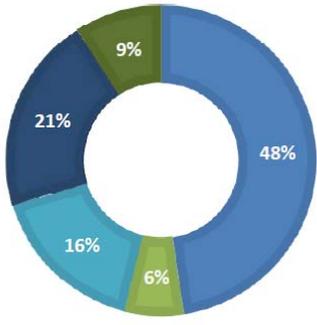
**Ilustración 2 Malla societaria**

### 3.6 Antecedentes de la industria

<b>Nombre de la Empresa</b>	CENCOSUD S.A.
<b>Ticker o Nemotécnico</b>	CENCOSUD (Bolsa de Santiago) CNCO (Bolsa de Nueva York)
<b>Clase de Acción</b>	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.
<b>Derechos de cada Clase</b>	Acciones comunes

<b>Nombre de la Empresa</b>	CENCOSUD S.A.												
<b>Mercado donde Transan sus acciones</b>	IPSA IGPA												
<b>Descripción de la Empresa (profile)</b>	<p>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.</p>												
<b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b>	Retail												
<b>Negocios en que se encuentra</b>	<p><b>EBITDA no ajustado a 2016 (CLP Millones)</b></p> <p><b>Tabla 3 EBITDA de Cencosud por país a diciembre de 2016</b></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>		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								

<b>Nombre de la Empresa</b>	CENCOSUD S.A.												
	<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> <div data-bbox="597 1003 1166 1417" data-label="Figure"> <p><b>INGRESOS<sup>1</sup></b> <b>(10.333.001 CLP MM)</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>División</th> <th>Porcentaje</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Supermercados</td> <td>72%</td> </tr> <tr> <td>Mejoramiento del Hogar</td> <td>13%</td> </tr> <tr> <td>Tiendas por Departamento</td> <td>11%</td> </tr> <tr> <td>Centros Comerciales</td> <td>2%</td> </tr> <tr> <td>Servicios Financieros</td> <td>2%</td> </tr> </tbody> </table> </div> <p><b>Ilustración 3 Ingresos Cencosud</b></p>	División	Porcentaje	Supermercados	72%	Mejoramiento del Hogar	13%	Tiendas por Departamento	11%	Centros Comerciales	2%	Servicios Financieros	2%
División	Porcentaje												
Supermercados	72%												
Mejoramiento del Hogar	13%												
Tiendas por Departamento	11%												
Centros Comerciales	2%												
Servicios Financieros	2%												

<b>Nombre de la Empresa</b>	CENCOSUD S.A.
	<p style="text-align: center;"><b>EBITDA AJUSTADO<sup>1</sup></b> <b>(765.955 CLP MM)</b></p>  <p style="text-align: center;"><b>Ilustración 4 EBITDA Ajustado</b></p>

<b>Nombre de la Empresa</b>	S.A.C.I. FALABELLA
<b>Ticker o Nemo­técnico</b>	Falabella
<b>Clase de Acción</b>	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.
<b>Derechos de cada Clase</b>	Acciones comunes
<b>Mercado donde Transa sus acciones</b>	Bolsa de Valores de Santiago Bolsa de Valores Electrónica de Chile Bolsa de Valores de Valparaíso Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE).

<b>Nombre de la Empresa</b>	S.A.C.I. FALABELLA																		
<b>Descripción de la Empresa (profile)</b>	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.																		
<b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b>	Retail																		
<b>Negocios en que se encuentra</b>	<p align="center"><b>Tabla 4 EBITDA Falabella por segmento</b></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
<b>Bono</b>	CBRDA2 (Serie Única) (Emisión N°12)
<b>Nemotécnico</b>	BRPCARDBS0A9
<b>Fecha de Emisión</b>	12/09/2014 (Se comenzó a comercializar el 17/09/2014)
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	1.000
<b>Moneda</b>	R\$ (Reales)
<b>Tipo de Colocación</b>	Extranjera
<b>Fecha de Vencimiento</b>	12/09/2019
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (kd)</b>	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.
<b>Periodicidad</b>	6 meses
<b>Número de pagos (N)</b>	10 pagos

Observaciones																																																																		
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>DATA</th> <th>EVEN TO</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	EVEN TO	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	EVEN TO	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																																																														
<b>Periodo de Gracia</b>	No tiene periodo de gracia																																																																	
<b>Motivo de la Emisión</b>	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)																																																																	
<b>Clasificación de Riesgo</b>	brAAA/Estable/ (Standard & Poor's)																																																																	
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)</b>	0,043593% Estimada con el precio de Venta.																																																																	
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	R\$ 1.000,43593000																																																																	
<b>Valor de Mercado</b>	<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
<b>ACTIVOS</b>					
<b>Activos corrientes:</b>					
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	-
<b>Total activos corrientes</b>	<b>28.157.876</b>	<b>32.644.699</b>	<b>23.977.512</b>	<b>4.606.088</b>	<b>4.103.055</b>
	30.06.2017	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
	MMS	MMS	MMS	MMS	MMS
<b>Activos no corrientes:</b>					
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
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>30.467.919</b>	<b>29.852.867</b>	<b>33.828.592</b>	<b>6.692.745</b>	<b>6.273.307</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>58.625.795</b>	<b>62.497.566</b>	<b>57.806.104</b>	<b>11.298.833</b>	<b>10.376.362</b>

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
<b>PATRIMONIO Y PASIVOS</b>					
<b>Pasivos corrientes:</b>					
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	-	-	-
<b>Total pasivos, corrientes</b>	<b>25.734.562</b>	<b>30.856.886</b>	<b>25.071.499</b>	<b>3.119.644</b>	<b>2.526.765</b>
<b>Pasivos no corrientes:</b>					
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
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>13.179.748</b>	<b>12.529.471</b>	<b>14.558.581</b>	<b>199.423</b>	<b>246.791</b>
<b>Patrimonio:</b>					
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)	-
<b>Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>7.855.386</b>	<b>7.721.687</b>	<b>7.517.967</b>	<b>7.705.007</b>	<b>7.378.393</b>
Participaciones no controladoras	11.856.099	11.389.522	10.658.057	274.759	224.413
<b>Patrimonio total</b>	<b>19.711.485</b>	<b>19.111.209</b>	<b>18.176.024</b>	<b>7.979.766</b>	<b>7.602.806</b>
<b>TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS</b>	<b>58.625.795</b>	<b>62.497.566</b>	<b>57.806.104</b>	<b>11.298.833</b>	<b>10.376.362</b>

## 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)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>6.807.294</b>	<b>12.539.878</b>	<b>6.258.418</b>	<b>2.629.422</b>
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
<b>Ganancia por actividades de operación</b>	<b>1.041.608</b>	<b>1.578.271</b>	<b>1.350.362</b>	<b>605.317</b>
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
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuestos por operaciones continuas</b>	<b>448.226</b>	<b>380.270</b>	<b>1.268.082</b>	<b>691.783</b>
Gasto por impuestos	(95.473)	(167.814)	(387.683)	(179.750)
<b>Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas</b>	<b>352.753</b>	<b>212.456</b>	<b>880.399</b>	<b>512.033</b>
(Pérdida) neta del ejercicio por operaciones	116.707	(834.851)	(275.059)	
<b>Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas</b>	<b>469.460</b>	<b>(622.395)</b>	<b>605.340</b>	<b>512.033</b>
<b>Ganancia (pérdida) atribuible a:</b>				
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
<b>Ganancia del período</b>	<b>469.460</b>	<b>(622.395)</b>	<b>605.340</b>	<b>512.033</b>
<b>Ganancia por acción (*)</b>				
<b>Ganancia por acción básica (*)</b>				
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	
<b>Ganancia por acción diluida (*)</b>				
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)

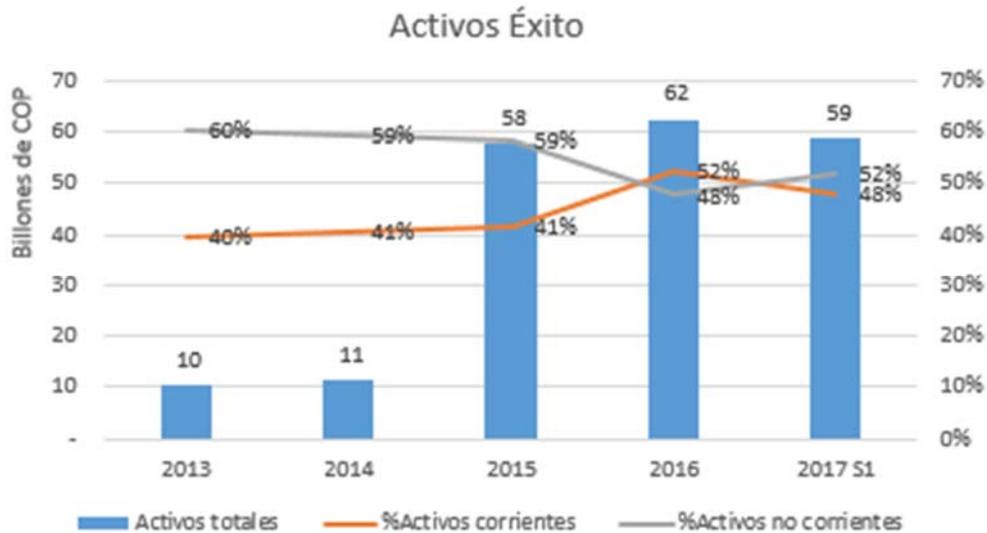
Estado de flujo de efectivo	Junio 30, 2.017 MMS	Diciembre 31, 2.016 MMS	Diciembre 31, 2.015 MMS	Diciembre 31, 2.014 MMS
Flujo de efectivo procedente de actividades de operación				
(Pérdida) Ganancia neta del ejercicio	469.460	-622.395	605.340	512.033
Ajustes para conciliar la ganancia del ejercicio				
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	-	-	-
<b>Total ajustes para conciliar la ganancia del ejercicio</b>	<b>(4.269.896)</b>	<b>1.126.453</b>	<b>9.673.836</b>	<b>543.023</b>
<b>Flujos de efectivo netos (utilizados en) provistos por las operaciones</b>	<b>(3.800.436)</b>	<b>504.058</b>	<b>10.279.176</b>	<b>1.055.056</b>
Dividendos recibidos	142.454	-	99.284	-
Impuesto a las ganancias pagados	-77.463	-390.913	-525.805	-107.871
<b>Flujo de efectivo neto provistos por las actividades de operación</b>	<b>(3.735.445)</b>	<b>113.145</b>	<b>9.753.371</b>	<b>947.185</b>
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	-	-	9.446	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
<b>Flujo de efectivos netos (utilizados en) actividades de inversión</b>	<b>(842.835)</b>	<b>(2.444.466)</b>	<b>(5.220.260)</b>	<b>(403.177)</b>

## 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	
<b>Flujos de efectivo neto (utilizados en) procedentes de la actividad de financiación</b>	<b>(1.189.732)</b>	<b>809.216</b>	<b>2.493.205</b>	<b>(355.982)</b>

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
(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
<b>(Disminución) aumento neto de efectivo y equivalente al efectivo</b>	<b>(5.770.943)</b>	<b>(240.040)</b>	<b>7.114.779</b>	<b>236.776</b>
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	631.582	3.710.833	-	
<b>Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período</b>	<b>3.366.152</b>	<b>6.117.844</b>	<b>10.068.717</b>	<b>2.953.938</b>

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%.

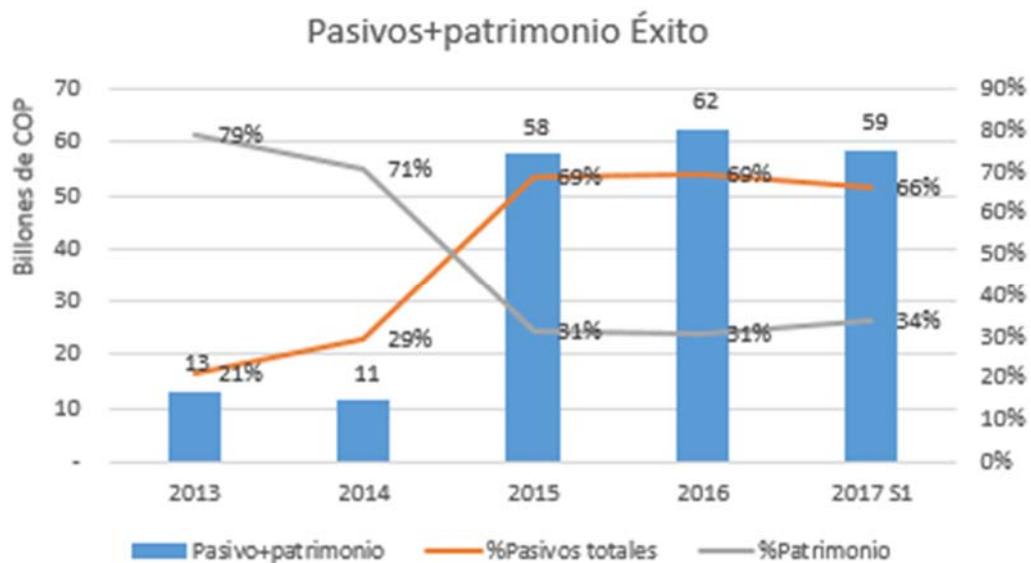


**Ilustración 5 Activos Totales**

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.

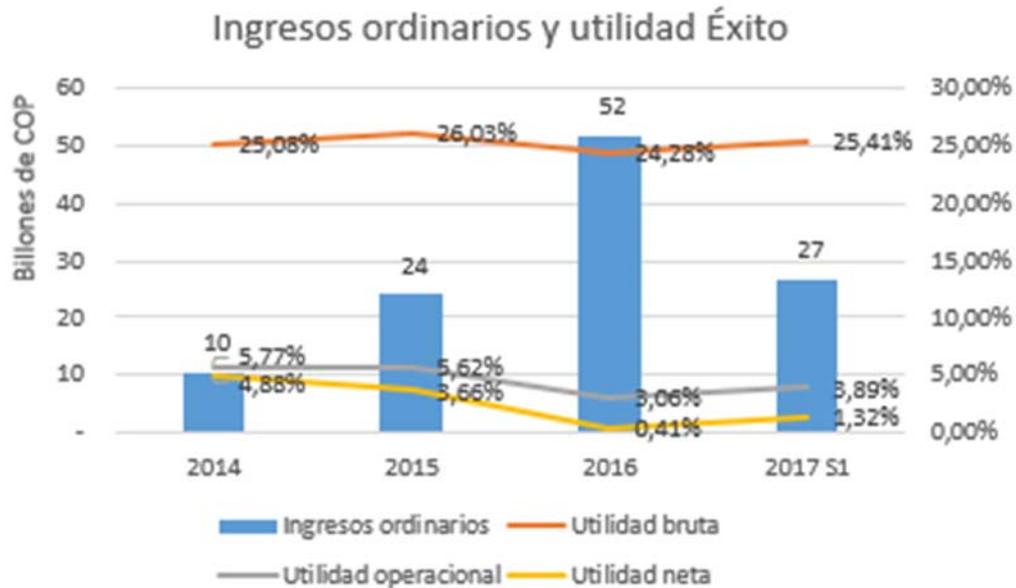


**Ilustración 6 Pasivos Totales**



**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
<b>Nota Deuda Financiera, neta</b>					
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
<b>Total pasivos financieros corrientes</b>	<b>2.709.147</b>	<b>2.963.111</b>	<b>3.922.558</b>	<b>7.917</b>	<b>98.640</b>
Préstamos bancarios	3.996.671	4.179.704	6.511.220	-	-
Arrendamientos financieros	154.664	175.175	196.341	36.416	4.996
<b>Total pasivo financieros no corriente</b>	<b>4.151.335</b>	<b>4.354.879</b>	<b>6.707.561</b>	<b>36.416</b>	<b>4.996</b>
<b>Nota Otros pasivos financieros</b>					
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		
<b>Corriente</b>	<b>199.847</b>	<b>805.555</b>	<b>396.052</b>	<b>158.085</b>	<b>14.409</b>
Bonos emitidos (1)	2.747.888	1.753.208	714.079		<b>137.699</b>
Instrumentos financieros derivados designados	37.979	81.951	<b>19.106</b>		
<b>No corriente</b>	<b>2.785.867</b>	<b>1.835.159</b>	<b>733.185</b>	<b>-</b>	<b>137.699</b>
<b>Deuda financiera en pesos colombianos</b>	<b>9.270.050</b>	<b>9.229.346</b>	<b>11.060.942</b>	<b>196.774</b>	<b>255.744</b>

## 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.

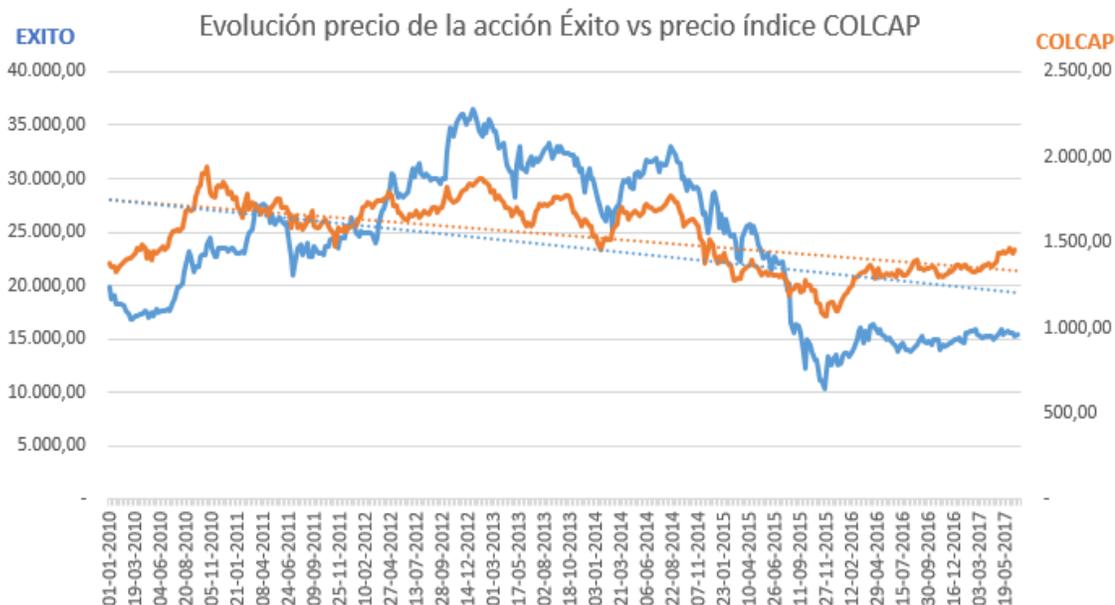
**Tabla 9 Canasta de títulos de renta variable**

<b>CANASTA 38</b>		
<b>May. - Jul. 2017</b>		
	<b>NEMOTÉCNICO</b>	<b>PARTICIPACIÓN</b>
1	PFBCOLOM	13,562%
2	GRUPOSURA	9,194%
3	ECOPEPETROL	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%
	<b>TOTAL</b>	<b>100,000%</b>

- **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
<b>Total gastos financieros</b>	<b>1.744.110</b>	<b>1.195.507</b>
Total gastos financieros relacionados con la deuda financiera (a)	1.216.979	440.080
Deuda financiera (b)	9.229.346	11.060.942
<b>Costo de la deuda (a) / (b)</b>	<b>13,19%</b>	<b>3,98%</b>
	<b>Promedio simple</b>	<b>8,58%</b>

Beta de la Deuda ( $\beta_b$ )

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 ( $\beta_P^{CD}$ )
- 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%
<b>Total</b>	<b>50.878.891</b>	<b>100,00%</b>		<b>33,61%</b>

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%
<b>Total</b>	<b>31.861.164</b>	<b>100,00%</b>		<b>33,42%</b>

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**

<b>País</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Promedio</b>
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**

<b>Estructura de capital</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>OBJETIVO</b>
<b>Almacenes Éxito</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	
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

Remplazando 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 Proyección del Estado de Resultados de Almacenes Éxito**

#### **4.3.1 Proyección de ingresos de actividades ordinarias**

A continuación se presenta un detalle de los ingresos devengados por la compañía desde el 01 de enero hasta el 31 de enero de 2015 y 2016 y desde el 01 de enero hasta el 30 de junio de 2017.

Se omiten los resultados obtenidos durante los años fiscales 2014 y anteriores considerando el cambio estructural generado en 2015 por la adquisición del 19% del capital de la Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) a través de Onper Investment 2015 SRL.

Adicionalmente, se consideró el efecto de la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en ese mismo año. Esto último, dificulta la comparabilidad de las cifras presentadas antes y después de 2015.

**Tabla 20 Ingreso de actividades ordinarias**

ALMACENES ÉXITO SA

ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS INTEGRALES POR

(En millones de pesos colombiano MM\$)

Estados de resultados	Junio 30,			Diciembre 31,			Diciembre 31,		
	2017	% Part	%Var	2016	% Part	%Var	2015	% Part	%Var
	MM\$			MM\$			MM\$		
Ingresos de actividades ordinarias	26.793.634	100%		51.639.433	100%	115%	24.045.971	100%	129%
Venta de bienes	26.386.981	98,48%		50.867.511	98,51%	116%	23.598.803	98,14%	
Ingresos por actividades de servicio e industria	369.655	1,38%			0,00%			0,00%	
Otros ingresos ordinarios	36.998	0,14%		771.922	1,49%	73%	447.168	1,86%	

Con base en la información presentada en las Notas a los Estados Financieros, se presenta el detalle del rubro “Venta de bienes” por país. Dicho rubro ha tenido una participación promedio del 98% respecto del total de ventas realizadas desde 2015 hasta 2017.

**Tabla 21 Tasa de crecimiento real Almacenes Éxito por región geográfica**

ALMACENES ÉXITO SA

ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS INTEGRALES POR

(En millones de pesos colombiano MM\$)

Estados de resultados	Junio 30,			Diciembre 31,			Diciembre 31,	
	2017	% Part	%Var	2016	% Part	%Var	2015	% Part
	MM\$			MM\$			MM\$	
<b>COLOMBIA</b>	<b>5.115.122</b>	<b>19%</b>		<b>10.995.818</b>	<b>22%</b>	<b>7%</b>	<b>10.285.199</b>	<b>44%</b>
Éxito	3.485.307	13%		7.491.803	15%	7%	6.979.065	30%
Carulla	732.813	3%		1.570.180	3%	5%	1.493.215	6%
Descuento	766.047	3%		1.647.400	3%	5%	1.570.030	7%
B2B	130.955	0%		286.435	1%	18%	242.889	1%
<b>BRASIL</b>	<b>19.362.595</b>	<b>73%</b>		<b>36.182.414</b>	<b>71%</b>	<b>92%</b>	<b>18.857.172</b>	<b>80%</b>
Food	19.362.595	73%		36.182.414	71%	241%	10.595.904	45%
Non food		0%			0%	-100%	4.795.995	20%
E-commerce		0%			0%	-100%	3.465.273	15%
<b>ARGENTINA</b>	<b>640.867</b>	<b>2%</b>		<b>1.324.595</b>	<b>3%</b>	<b>122%</b>	<b>595.882</b>	<b>3%</b>
<b>URUGUAY</b>	<b>1.272.338</b>	<b>5%</b>		<b>2.376.064</b>	<b>5%</b>	<b>12%</b>	<b>2.122.911</b>	<b>9%</b>

Respecto de los Ingresos de actividades ordinarias generados en Brasil, cabe destacar que los valores reflejados en el Estado de Resultados consolidado del grupo Éxito corresponden a la parte controlada por dicho Grupo. Al revisar los resultados financieros presentados por el Grupo Pan de Azúcar en reales brasileños, en su página web, se observan las siguientes variaciones en los

ingresos relacionados con el segmento “Alimentar”. Cabe destacar que las ventas realizadas en Brasil concentran entre el 70% y el 80% del total de ingresos ordinarios obtenidos por el Grupo Éxito.

**Tabla 22 Variaciones de Ingresos Brasil de Almacenes Éxito**

País	2016	2015	%Var	2014	%Var
Brasil	41.454	37.198	11,44%	34.557	7,10%

**Perspectivas económicas Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial.**

A nivel global, el Fondo observa una recuperación de la economía mundial, la cual comenzó en 2016 gracias al fortalecimiento de la demanda interna de las economías desarrolladas y de algunas economías emergentes importantes.

Identifica, además, tres grandes riesgos en el mediano plazo: políticas proteccionistas en economías desarrolladas, una fuerte desaceleración del crecimiento de China y el incremento de secuelas de conflictos geopolíticos.

A nivel regional, el Fondo observa la finalización del ciclo recesivo en varios países de la región, particularmente en Argentina y Brasil, gracias al mejor desempeño global traducido en mayor demanda de los principales socios comerciales, mejores condiciones financieras debido a la reducción de la volatilidad del mercado global y a la constante entrada de capital.

El FMI prevé una recuperación gradual de la actividad económica de Latinoamérica durante los años 2017 y 2018 tras varios años de tasas de crecimiento bajas o negativas. Para **2017**, estima un crecimiento de la economía de la región de un **1,2%** y de un **1,9%** para **2018**. El Banco Mundial coincide en su informe “Perspectivas2018” en el porcentaje de crecimiento del PIB para 2017.

A continuación se presentan las expectativas de crecimiento del PIB real en términos relativos realizada por el Fondo:

**Tabla 23 Crecimiento del PIB Real según el Fondo Monetario Internacional.**

**5. Report for Selected Countries and Subjects**

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

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

**Notes**

**Country/Series-specific Notes**

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

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

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

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

En cuanto al Banco Mundial, este prevé las siguientes tasas de crecimiento del PIB para los siguientes años:

**Tabla 24 Crecimiento del PIB Real según el Banco Mundial**

	2014	2015	2016e	2017f	2018f	2019f
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>
Argentina	-2,5	2,6	-2,3	2,7	3,2	3,2
Brasil	0,5	-3,8	-3,6	0,3	1,8	2,1
Colombia	4,4	3,1	2,0	2,0	3,1	3,4
Uruguay	3,2	0,4	1,5	1,6	2,4	3,4

Para efectos del presente trabajo se muestran únicamente los datos de los países en los que hace presencia Almacenes Éxito SA.

Pese a lo anterior, la expectativa de crecimiento de los países latinoamericanos en el largo plazo es débil. **Se proyecta, en el mediano plazo, un crecimiento del 1,7% en términos per cápita**, la cual es una tasa muy cercana a la obtenida por la región en los últimos 25 años, pero inferior a la registrada por las economías emergentes y en desarrollo (3,25%) y mucho más distante de la obtenida por China (9%). La baja productividad de la región continúa siendo el lastre de la economía regional. Este problema se relaciona con las menores inversiones en la producción de

commodities y al menor gasto público, lo cual reduce el capital y la productividad. Sumado a lo anterior, se prevé un crecimiento paulatino y sostenido de la población mayor de 65 años.

El FMI observa que la moderada inflación que experimentan dichos países podría ayudar a la recuperación económica supliendo la limitación que presenta el espacio fiscal para respaldar la demanda. Respecto de esta variable macroeconómica, **el Fondo estima que disminuya a 4,2% en 2017 y se mantenga en un nivel cercano a 3,5% en adelante.** Este comportamiento obedecería a la disipación del traspaso del efecto de depreciación entre los tipos de cambio, la persistente capacidad ociosa y la reducción del precio de los alimentos y de la energía.

El descenso de la inflación manteniéndola en los rangos esperados en **Brasil, Chile, Colombia** y Perú ha permitido que la política monetaria apoye la recuperación. Sin embargo, en países donde no se ha logrado cumplir la meta de inflación, tales como **Argentina, se esperan políticas monetarias más restrictivas, las cuales afectarían el consumo.** La siguiente tabla muestra las expectativas del FMI respecto de la inflación y la política monetaria en algunos países de Latinoamérica:

**Tabla 25 Evolución de la inflación y de la política monetaria.**

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

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

La caída de los precios de los commodities generó fuertes impactos fiscales en los países exportadores de dichas materias primas. Esta situación generó un déficit fiscal del 2,7% en 2016, en comparación con el 0,1% generado en 2013 y un mayor endeudamiento público, el cual pasó a representar el 49% al 58% del PIB. Se proyecta un incremento del apalancamiento del sector público. Esta situación implica realizar ajustes, las cuales dependen de la dinámica de la deuda, las condiciones del mercado y el posible efecto que podría generar sobre las débiles expectativas de crecimiento a largo plazo. Ante esta situación, algunos países como **Argentina, Chile,**

**Colombia** y México han optado por realizar reformas tributarias cuyos efectos en los ingresos ordinarios aún están por verse. Se espera un aumento en la eficiencia del gasto público obedeciendo a una estrategia fiscal equilibrada.

Para el Banco Mundial, los países latinoamericanos adolecen actualmente de poco espacio para la implementación de una política monetaria anticíclica. El gran dilema de los bancos centrales es si estos son capaces de reducir las tasas de interés a fin de estimular el consumo sin descuidar el rol de mantener la inflación en las metas establecidas.

### **Riesgos que identifica el FMI**

- **Riesgos internos:**

- **Riesgos políticos e incertidumbres:** Riesgo de adopción de políticas populistas que frenen los ajustes y las reformas en curso. Crisis humanitaria y aumento de la migración venezolana a países de la región.

- **Riesgos externos:**

- **Cambio de sentido de los flujos de capitales y condiciones financieras más restrictivas:** Posibilidad de una salida de capitales producto de un aumento en la aversión mundial al riesgo y la volatilidad del mercado o una normalización más rápida de lo esperado de las políticas monetarias en países desarrollados. Lo anterior produciría condiciones financieras más restrictivas afectando principalmente a los países y empresas con mayor nivel de endeudamiento.
- **Riesgo de estabilidad financiera en China:** La posibilidad de una drástica desaceleración del crecimiento económico chino debilitaría el comercio en la región, los flujos de inversión, los precios de los commodities y la confianza.
- **Retroceso de la integración económica transfronteriza:** La implementación de políticas proteccionistas podría reducir la demanda de productos fabricados en la

región y encarecer los bienes transables de consumo. Dichas políticas podrían afectar las remesas, rubro que ha amortiguado el impacto de los shocks económicos en ciertos países de la región.

### Evoluciones y perspectivas

- Brasil:** Se prevé un crecimiento del **0,7% en el 2017 y 1,5% en el 2018** producto de la abundancia de la cosecha agrícola y políticas de estímulo al consumo, tal como la posibilidad de retirar los ahorros acumulados en cuentas de indemnización por parte de los trabajadores. A mediano plazo se espera un crecimiento del **2%** causado por el incremento en la confianza a medida de que se vayan implementando las reformas necesarias para tal fin. Se espera también un rápido decrecimiento de la inflación debido a efectos más fuertes relacionados con brechas negativas del producto, apreciaciones de la moneda y shocks de ofertas con incidencia en los precios de los alimentos.

**Tabla 26 Indicadores de Brasil**

BRASIL				
Indicadores	2013* Anual %	2014* Anual %	2015* Anual %	2016* Anual %
Variación porcentual PIB	3,00	0,50	-3,80	-3,60
Crecimiento consumo	3,47	2,25	-3,94	-4,25
Tasa de desempleo	7,13	6,81	8,52	11,45
Inflación	6,20	6,33	9,03	8,74

- Colombia:** La afectación en el ingreso estatal producto de la reducción del precio del petróleo y la reforma tributaria efectuada recientemente influyen en la continuación de la desaceleración económica que experimenta actualmente el país. Las perturbaciones en el sector petrolero y la debilidad en el sector de la construcción residencial ralentizan el crecimiento económico. Sin embargo, se ha logrado reducir la inflación y mantenerla por debajo de la meta fijada gracias a la normalización de los precios de los alimentos y al endurecimiento de la política el año anterior. Se observa una moderación de las necesidades de financiación externa. Sin embargo, el tipo de cambio flexible, las

abundantes reservas internacionales y la línea de crédito flexible del FMI ayudan a contrarrestar los shocks externos.

**Tabla 27 Indicadores de Colombia**

COLOMBIA					
Indicadores	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*
	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
PIB Comercio	38.848	40.396	42.357	43.921	44.568
Variación porcentual Comercio		4,0%	4,9%	3,7%	1,5%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	470.880	493.831	515.528	531.262	541.675
Variación porcentual PIB		4,9%	4,4%	3,1%	2,0%
Indice de Precios al Consumidor (IPC)					
Variación porcentual		1,94%	3,66%	6,77%	5,75%
Indice de precios del productor IPP	1148	1144	1174	1248	1342
Variación porcentual IPP		-0,3%	2,6%	6,3%	7,5%
Variación anual según archivo		-0,69%	6,23%	8,46%	2,20%
Crecimiento consumo		3,39%	4,27%	3,20%	2,08%
Tasa de desempleo		9,70%	9,15%	8,95%	9,87%
Inflación		2,02%	2,88%	5,01%	7,52%

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

**Tabla 28 Indicadores de Uruguay**

URUGUAY				
Indicadores	2013*	2014*	2015*	2016*
	Anual	Anual	Anual	Anual
	%	%	%	%
Variación porcentual PIB	4,64	3,24	0,37	1,45
Crecimiento consumo	5,53	2,97	-0,49	0,68
Tasa de desempleo	6,45	6,46	7,30	8,15
Inflación	8,58	8,88	8,67	9,64

- **Argentina:** La economía argentina está saliendo de la recesión económica del último año y se espera que crezca a una tasa de 2,5% en 2017 debido a los mayores niveles de

inversión y al estímulo al consumo generado por la mejora en los salarios reales (dada la reducción en la inflación) y a la generación de empleos. Se prevé un crecimiento estable en 2018 debido a las condiciones macroeconómicas restrictivas generadas por el inicio del reequilibrio fiscal y a las aún elevadas tasas de interés. Se espera que la inflación continúe reduciéndose a un nivel más lento del necesario para cumplir la meta de inflación establecida. Una mayor inercia en la evolución salarial y de los precios o un incremento de las condiciones financieras externa podría exigir políticas fiscales y monetarias aún más restrictivas, lo cual podría afectar el crecimiento económico.

**Tabla 29 Indicadores de Argentina**

<b>ARGENTINA</b>				
<b>Indicadores</b>	<b>2013*</b>	<b>2014*</b>	<b>2015*</b>	<b>2016*</b>
	<b>Anual</b>	<b>Anual</b>	<b>Anual</b>	<b>Anual</b>
	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>
Variación porcentual PIB	2,41	-2,51	2,65	-2,30
Crecimiento consumo	3,64	-4,36	3,53	-1,38
Tasa de desempleo	7,10	7,27	6,62	6,56
Inflación	10,62			

**Tabla 30 Tasa de crecimiento real Almacenes Éxito por región geográfica**

<b>Estados de resultados</b>	<b>%Var</b>
Venta de bienes	116%
Ingresos por actividades de servicio e industria	
Otros ingresos ordinarios	73%
<b>COLOMBIA</b>	7%
Éxito	7%
Carulla	5%
Descuento	5%
B2B	18%
<b>BRASIL</b>	92%
Food	241%
Non food	-100%
E-commerce	-100%
<b>ARGENTINA</b>	122%
<b>URUGUAY</b>	12%

Analizando la información disponible en los Estados Financieros y sus respectivas notas, no resulta razonable comparar los ingresos operacionales obtenidos durante la vigencia 2015 con los obtenidos durante la vigencia 2016 debido al cambio estructural generado por la adquisición de participación directa e indirecta de compañías en Brasil, Argentina y Uruguay. Tampoco resulta razonable comparar los ingresos obtenidos durante la vigencia 2016 con los generados durante el primer semestre del año 2017 dado que son períodos de tiempos no equivalentes. Dado lo anterior, resultaría razonable considerar las variaciones relativas en los ingresos entre los períodos 2016 y 2015.

Comprender el porqué de las variaciones de las ventas ocurridas entre 2015 y 2014 y entre 2016 y 2015 es relevante para determinar cuán razonable resulta considerar una tasa de crecimiento cercana al 7% para los ingresos operacionales obtenidos en Colombia, 92% en Brasil, 122% en Argentina y 12% en Uruguay. En este sentido, se observa en la nota 1.1 de los Estados Financieros emitidos a 31 de diciembre de 2015 y 2016 y a 30 de junio de 2017, que la participación accionaria en las subsidiarias incluidas en los Estados Financieros Consolidados es constante. Es decir, las variaciones en las ventas entre 2016 y 2015 no se explicarían por la adquisición de una parte del Grupo Pan de Azúcar debido a que esta se realizó en una única transacción ocurrida durante el último trimestre de 2015.

Adicionalmente, cabe destacar que el Estado de resultados del grupo con corte a 31 de diciembre de 2015 incorporaría el proporcional de las ventas efectuadas por el Grupo Pan de Azúcar desde la ocurrencia de la adquisición mientras que la vigencia 2016 contendría la participación de las ventas efectuadas por dicho grupo durante todo el año. Es decir, no sería comparable.

Otro hecho a considerar es el escándalo de corrupción ocurrido en diciembre de 2015 en Walmart, el tercer retailer más grande de Brasil en términos de ventas a 2016 (\$29.409 millones de reales) afectando su reputación y obligándolo a cerrar tiendas en Brasil. Esta situación pudo resultar favorable para el Grupo Pan de Azúcar, permitiéndole consolidarse como el primer retailer en importancia de Brasil en ventas (\$67.262 millones de reales a 2016).

Con base en lo anterior, la determinación de las tasas de crecimiento, se consideraron los siguientes criterios:

- **Brasil:** Se calculó un promedio aritmético utilizando la variación en las ventas del segmento “Alimentar” del Grupo Pan de Azúcar, las expectativas de inflación para Brasil elaboradas por el Fondo Monetario Internacional y las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativos, calculadas por el Fondo.
- **Colombia:** Se utilizaron las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativos, calculadas por el Fondo.
- **Argentina:** Se utilizaron las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativos, calculadas por el Fondo.
- **Uruguay:** Se utilizaron las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativos, calculadas por el Fondo.

**Tabla 31 Proyección de Estado de Resultados Almacenes Éxito 2017 - 2022**

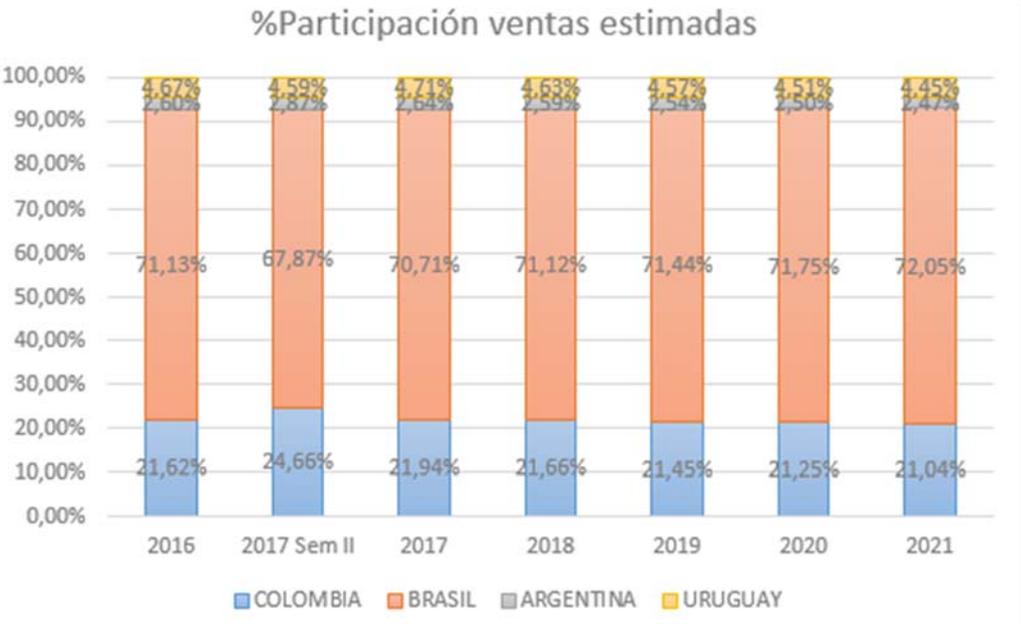
ALMACENES ÉXITO SA	0,17%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	Brasil
	2,29%	3,03%	3,55%	3,55%	3,55%	3,60%	Colombia
ESTADOS CONSOLIDADOS DE	1,60%	2,60%	3,20%	3,10%	3,14%	3,00%	Uruguay
	2,18%	2,31%	2,46%	2,99%	3,15%	3,10%	Argentina

(En millones de pesos colombiano)

Estados de resultados	Diciembre 31,					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$
Ingresos de actividades ordinarias	52.046.718	54.317.859	56.774.139	59.349.578	62.048.211	64.874.882
Venta de bienes	51.257.126	53.504.327	55.931.727	58.477.260	61.144.926	63.939.079
Ingresos por actividades de servicio e Otros ingresos ordinarios	789.591	813.532	842.412	872.318	903.285	935.803
<b>COLOMBIA</b>	<b>11.247.512</b>	<b>11.588.537</b>	<b>11.999.930</b>	<b>12.425.927</b>	<b>12.867.048</b>	<b>13.330.262</b>
Éxito	7.663.290	7.895.641	8.175.937	8.466.182	8.766.732	9.082.334
Carulla	1.606.121	1.654.819	1.713.565	1.774.397	1.837.388	1.903.534
Descuento	1.685.109	1.736.201	1.797.837	1.861.660	1.927.749	1.997.148
B2B	292.991	301.875	312.592	323.689	335.180	347.246
<b>BRASIL</b>	<b>36.242.115</b>	<b>38.054.221</b>	<b>39.956.932</b>	<b>41.954.778</b>	<b>44.052.517</b>	<b>46.255.143</b>
Food	36.242.115	38.054.221	39.956.932	41.954.778	44.052.517	46.255.143
Non food	-	-	-	-	-	-
E-commerce	-	-	-	-	-	-
<b>ARGENTINA</b>	<b>1.353.418</b>	<b>1.384.723</b>	<b>1.418.759</b>	<b>1.461.209</b>	<b>1.507.266</b>	<b>1.554.036</b>
<b>URUGUAY</b>	<b>2.414.081</b>	<b>2.476.847</b>	<b>2.556.106</b>	<b>2.635.346</b>	<b>2.718.095</b>	<b>2.799.638</b>

De acuerdo con la proyección de los ingresos de actividades ordinarias, la participación de los ingresos operacionales de la compañía se distribuiría así:

**Tabla 32 Participación de los ingresos operacionales de la compañía**



En la anterior gráfica se observa que las tasas de crecimiento definidas, permiten mantener la participación relativa de los países respecto de los ingresos de actividades ordinarias realizadas durante el 2016 y el segundo semestre de 2017. Dichas tasas pueden considerarse conservadoras y acordes al contexto macroeconómico de los países de la región donde hace presencia el Grupo Éxito.

**4.3.2 Análisis de Costos y gastos**

“De acuerdo a las políticas que tiene la sociedad, los costos y gastos incluyen todas las erogaciones directas incurridas y necesarias para realizar las ventas y los gastos necesarios para la prestación de los servicios, tales como depreciaciones de propiedades, planta y equipo, servicios de personal, erogaciones por contratos de prestación de servicios, reparaciones y mantenimientos, costos de operación, seguros, honorarios, arrendamientos, entre otros”.

Con base en la nota N. 27 de los Estados Financieros Consolidados emitidos por Almacenes Éxito SA, los gastos de operación de los periodos fiscales 2015, 2016 y 2017 (con corte a junio 30 de 2017) se clasifican así:

**Tabla 33 Costos de distribución**

ALMACENES ÉXITO SA

ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS INTEGRALES POR FUNCIÓN

(En millones de pesos colombiano MM\$)

Estados de resultados	Junio 30,			Diciembre 31,			Diciembre 31,		
	2017 MM\$	% Part	%Var	2016 MM\$	% Part	%Var	2015 MM\$	% Part	%Var
Costos de distribución	(2.737.280)	-10,22%		(5.149.537)	-9,97%	114%	(2.403.075)	-9,99%	138%
Arrendamientos	(688.786)	-2,57%		(1.266.069)	-2,45%	139%	(529.151)	-2,20%	
Servicios	(400.058)	-1,49%		(882.545)	-1,71%	214%	(281.187)	-1,17%	
Depreciación y amortización	(369.375)	-1,38%		(716.227)	-1,39%	105%	(349.518)	-1,45%	
Publicidad	(225.133)	-0,84%		(390.409)	-0,76%	83%	(213.409)	-0,89%	
Comisiones de tarjeta débito y crédito	(208.070)	-0,78%		(376.090)	-0,73%	158%	(145.986)	-0,61%	
Reparación y mantenimiento	(193.643)	-0,72%		(357.731)	-0,69%	164%	(135.711)	-0,56%	
Impuestos distintos al impuesto de renta	(179.901)	-0,67%		(288.914)	-0,56%	37%	(211.306)	-0,88%	
Combustibles y energía	(165.322)	-0,62%		(225.112)	-0,44%	20%	(187.562)	-0,78%	
Gastos legales	(33.988)	-0,13%		(79.256)	-0,15%	113%	(37.228)	-0,15%	
Transporte	(33.647)	-0,13%		(69.724)	-0,14%	89%	(36.834)	-0,15%	
Material de empaque y marcada	(29.978)	-0,11%		(50.838)	-0,10%	1%	(50.114)	-0,21%	
Seguros	(25.568)	-0,10%		(41.216)	-0,08%	66%	(24.794)	-0,10%	
Administración de locales	(21.919)	-0,08%		(31.464)	-0,06%	11%	(28.440)	-0,12%	
Honorarios	(9.491)	-0,04%		(30.979)	-0,06%	-3%	(31.928)	-0,13%	
Gastos de viaje	(5.032)	-0,02%		(20.501)	-0,04%	174%	(7.486)	-0,03%	
Contribuciones y afiliaciones	(147.369)	-0,55%		(1.067)	0,00%	-6%	(1.133)	0,00%	
Otros	-	0,00%		(321.395)	-0,62%	145%	(131.288)	-0,55%	

Respecto de los Ingresos de actividades ordinarias, los costos de distribución representan cerca del 10% siendo los gastos de arrendamiento (2,51%), servicios (1,60%), depreciación y amortización (1,38%), publicidad (0,80%), comisiones de tarjetas de crédito y débito (0,75%) y reparación y mantenimiento (0,71%) los más representativos.

**Tabla 34 Gastos de administración**

ALMACENES ÉXITO SA

ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS INTEGRALES POR FUNCIÓN

(En millones de pesos colombiano MM\$)

Estados de resultados	Junio 30,			Diciembre 31,			Diciembre 31,		
	2017 MM\$	% Part	%Var	2016 MM\$	% Part	%Var	2015 MM\$	% Part	%Var
Gastos de administración	(328.731)	-1,23%		(615.103)	-1,19%	99%	(309.871)	-1,29%	56%
Servicios	(33.732)	-0,13%		(200.016)	-0,39%	406%	(39.510)	-0,16%	
Servicio personal externo	(52.177)	-0,19%		-	0,00%		-	0,00%	
Depreciación y amortización	(94.270)	-0,35%		(169.940)	-0,33%	97%	(86.454)	-0,36%	
Honorarios	(62.429)	-0,23%		(108.714)	-0,21%	94%	(56.030)	-0,23%	
Impuestos distintos al de renta	(24.892)	-0,09%		(40.614)	-0,08%	37%	(29.608)	-0,12%	
Gastos de viaje	(10.143)	-0,04%		(17.949)	-0,03%	92%	(9.329)	-0,04%	
Reparación y mantenimiento	(11.810)	-0,04%		(17.469)	-0,03%	103%	(8.601)	-0,04%	
Seguros	(2.161)	-0,01%		(4.324)	-0,01%	46%	(2.954)	-0,01%	
Combustibles y energía	(3.686)	-0,01%		(3.191)	-0,01%	26%	(2.540)	-0,01%	
Transporte	(1.823)	-0,01%		(2.898)	-0,01%	-10%	(3.230)	-0,01%	
Contribuciones y afiliaciones	(777)	0,00%		(2.228)	0,00%	23%	(1.813)	-0,01%	
Arrendamientos	(6.055)	-0,02%		(1.836)	0,00%	-43%	(3.219)	-0,01%	
Gastos legales	(3.286)	-0,01%		(735)	0,00%	-86%	(5.255)	-0,02%	
Publicidad	-	0,00%		(669)	0,00%	310%	(163)	0,00%	
Otros	(21.490)	-0,08%		(44.520)	-0,09%	-27%	(61.165)	-0,25%	

Respecto de Ingresos de actividades ordinarias, los costos de administración representan cerca del 1,44% siendo los gastos por depreciación (0.34%), servicios (0,26%), honorarios (0.22%) y servicio de personal externo (0.10%) los más representativos.

### Proyección del Costo de Operación y del resultado no operacional

Con base en la información disponible en los Estados Financieros y en sus notas, se calculó el porcentaje de participación de los costos de ventas, gastos operacionales y no operacionales respecto del total de ingresos ordinarios obtenidos en cada período desde 2014 hasta 2017. En la siguiente tabla se observa el comportamiento casi constante de los principales rubros del Estado de Resultados; es decir, del “Costo de ventas” (75%), “Costos de distribución” (10%), “Gastos por beneficios a empleados” (9%) y “Gastos de administración” (1%) constituyendo cerca del 95% del total de ingresos ordinarios.

**Tabla 35 Participación relativa de los costos de ventas, gastos operacionales y no operacionales**

Estados de resultados	30-06-17	31-12-16	31-12-15	31-12-14	Promedio
	% Part	% Part	% Part	% Part	
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-74,59%	-75,72%	-73,97%	-74,92%	-74,76%
<b>Ganancia bruta</b>	<b>25,41%</b>	<b>24,28%</b>	<b>26,03%</b>	<b>25,08%</b>	<b>25,24%</b>
Costos de distribución	-10,22%	-9,97%	-9,99%	-9,63%	-10,06%
Gastos de administración	-1,23%	-1,19%	-1,29%	-1,90%	-1,24%
Gastos por beneficios a empleados	-9,37%	-9,24%	-8,94%	-7,66%	-9,18%
Otros ingresos operativos	0,03%	0,05%	0,27%	0,13%	0,12%
Otros gastos operativos	-0,56%	-0,77%	-0,71%	-0,26%	-0,68%
Otras ganancias (pérdidas), netas	-0,17%	-0,10%	0,25%	0,01%	-0,01%
(Pérdidas) por deterioro de valor	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Ganancia por actividades de operación</b>	<b>3,89%</b>	<b>3,06%</b>	<b>5,62%</b>	<b>5,77%</b>	<b>4,19%</b>
Ingresos financieros	0,72%	0,93%	4,59%	2,02%	2,08%
Costos financieros	-2,81%	-3,38%	-4,97%	-1,48%	-3,72%
Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la	-0,12%	0,12%	0,04%	0,29%	0,01%
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuestos por operaciones continuadas</b>	<b>1,67%</b>	<b>0,74%</b>	<b>5,27%</b>	<b>6,60%</b>	<b>2,56%</b>

Considerando lo anterior, se calculó el promedio de la participación relativa del costo de ventas y de cada rubro operacional y no operacional de los últimos tres períodos disponibles (junio de 2017, diciembre de 2016 y diciembre de 2015). Posteriormente, se proyectaron estos rubros hasta 2021 aplicando los porcentajes obtenidos a los ingresos proyectados en el punto anterior.

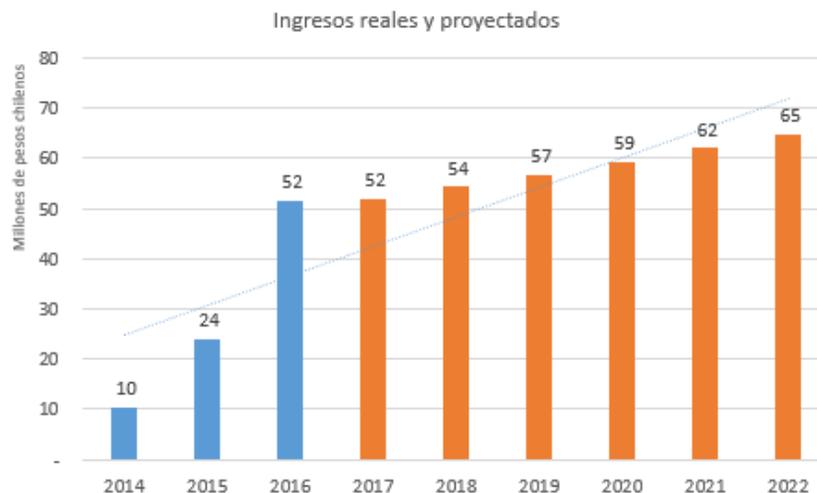
Tabla 36 Estado de Resultados Proyectados Almacenes Éxito

ALMACENES ÉXITO SA	0,17%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	Brasil
	2,29%	3,03%	3,55%	3,55%	3,55%	3,60%	Colombia
ESTADOS CONSOLIDADOS DE	1,60%	2,60%	3,20%	3,10%	3,14%	3,00%	Uruguay
	2,18%	2,31%	2,46%	2,99%	3,15%	3,10%	Argentina

(En millones de pesos colombiano)

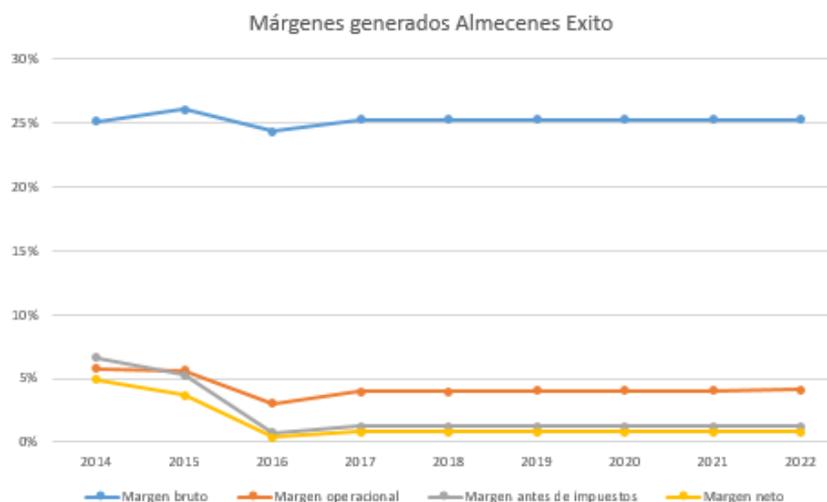
Estados de resultados	Diciembre 31,					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$
Ingresos de actividades ordinarias	52.046.718	54.317.859	56.774.139	59.349.578	62.048.211	64.874.882
Costo de ventas	(38.910.680)	(40.608.610)	(42.444.951)	(44.370.376)	(46.387.903)	(48.501.153)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>13.136.037</b>	<b>13.709.249</b>	<b>14.329.188</b>	<b>14.979.201</b>	<b>15.660.308</b>	<b>16.373.730</b>
Costos de distribución	(5.236.235)	(5.464.726)	(5.711.844)	(5.970.949)	(6.242.449)	(6.526.831)
Gastos de administración	(643.074)	(671.135)	(701.484)	(733.306)	(766.649)	(801.575)
Gastos por beneficios a empleados	(4.779.465)	(4.988.024)	(5.213.585)	(5.450.088)	(5.697.905)	(5.957.479)
Otros ingresos operativos	24.957	24.957	24.957	24.957	24.957	24.957
Otros gastos operativos	(396.438)	(396.438)	(396.438)	(396.438)	(396.438)	(396.438)
Otras ganancias (pérdidas), netas (Pérdidas) por deterioro de valor	(54.058)	(54.058)	(54.058)	(54.058)	(54.058)	(54.058)
	-	-	-	-	-	-
<b>Ganancia por actividades de operación</b>	<b>2.051.725</b>	<b>2.159.825</b>	<b>2.276.736</b>	<b>2.399.319</b>	<b>2.527.766</b>	<b>2.662.307</b>
Ingresos financieros	482.357	482.357	482.357	482.357	482.357	482.357
Costos financieros	(1.936.601)	(2.021.108)	(2.112.503)	(2.208.332)	(2.308.746)	(2.413.923)
Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la	63.752	63.752	63.752	63.752	63.752	63.752
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuestos por operaciones continuadas</b>	<b>661.233</b>	<b>684.826</b>	<b>710.342</b>	<b>737.095</b>	<b>765.129</b>	<b>794.493</b>
Gasto por impuestos	(221.923)	(229.842)	(238.405)	(247.384)	(256.793)	(266.648)
<b>Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas</b>	<b>439.310</b>	<b>454.984</b>	<b>471.936</b>	<b>489.711</b>	<b>508.336</b>	<b>527.844</b>
% Impuesto real	-33,56%	-33,56%	-33,56%	-33,56%	-33,56%	-33,56%

En las siguientes gráficas se observan, en azul, los Ingresos de actividades ordinarias reales, y en naranja, dichos ingresos proyectados desde 2017 hasta 2022. Nótese el comportamiento creciente de las ventas consistente con los ingresos del Grupo Éxito.



**Ilustración 9 Ingresos reales y proyectados de Almacenes Éxito**

En la siguiente imagen se observan los márgenes bruto, operacional, antes de impuestos y neto. Este último margen se ajusta a la realidad económica de una compañía de esta industria, las cuales se caracterizan por obtener bajos márgenes. Adicionalmente, se observa un comportamiento estable de los márgenes anteriormente mencionados.



**Ilustración 10 Márgenes de Almacenes Éxito**

#### 4.4 Proyección de Flujos de Caja Libre

**4.4.1 Flujo de Caja Bruto:** Para el cálculo del Flujo de Caja Bruto, se parte de la ganancia o pérdida del ejercicio tomado del Estado de Resultados proyectados desde 2017 hasta 2021, el cual es depurado sumando o restando aquellas partidas que no implican entrada o salida de efectivo ni hacen parte del resultado operacional tales como:

- **Depreciación de Activo Fijo:** Datos tomados de la nota “Propiedad, planta y equipo” de los Estados Financieros del Grupo Éxito.
- **Amortización de Activos Intangibles:** Diferencia entre los valores de la línea “Gastos de depreciación y amortización de activos fijos e intangibles” del Estado de flujos de efectivo con el gasto por depreciación de activo fijo indicado en el párrafo anterior.
- **Otros ingresos, por función (después de Impuestos):** Dato tomado del rubro “Otros ingresos operativos” del Estado de resultados.
- **Otros gastos, por función (después de Impuestos):** Dato tomado del rubro “Otros gastos operativos” del Estado de resultados.
- **Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos):** Dato tomado del rubro “Otras ganancias (pérdidas), netas” del Estado de resultados.
- **Ingresos financieros (después de Impuestos):** Dato tomado del rubro “Ingresos financieros” del Estado de resultados.
- **Costos financieros (después de Impuestos):** Dato tomado del rubro “Costos financieros” del Estado de resultados.
- **Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos):** Dato tomado del rubro con el mismo nombre ubicado en el Estado de resultados.

- **Diferencias en cambio:** Para efectos de la proyección, se tomó un valor de \$0 dado que el Grupo empresarial incluye este rubro dentro de los rubros “Ingresos financieros” y “Costos financieros” del Estado de resultados tal como se evidencia en las Notas a los Estados Financieros.

**Tabla 37 Flujo de Caja Bruto**

**AJUSTES AL EERR: FLUJO DE CAJA BRUTO**

	Semestre II 2.017	Diciembre 31, 2.018	Diciembre 31, 2.019	Diciembre 31, 2.020	Diciembre 31, 2.021	Diciembre 31, 2.022
	MMS\$	MMS\$	MMS\$	MMS\$	MMS\$	MMS\$
Ganancia (perdida)	141.518	454.984	471.936	489.711	508.336	760.811
AJUSTES						
+ Depreciación de Activo Fijo	448.833	952.296	995.359	1.040.512	1.087.824	1.137.381
+ Amortización de Activos Intangibles						
- Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	-16.171	-24.957	-24.957	-24.957	-24.957	-24.957
+ Otros gastos, por función (después de Impuestos)	246.639	396.438	396.438	396.438	396.438	396.438
- Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)	7.683	54.058	54.058	54.058	54.058	54.058
- Ingresos financieros (después de Impuestos)	-288.633	-482.357	-482.357	-482.357	-482.357	-482.357
+ Costos financieros (después de Impuestos)	1.182.779	2.021.108	2.112.503	2.208.332	2.308.746	1.744.110
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios c	-97.036	-63.752	-63.752	-63.752	-63.752	-63.752
-/+ Diferencias de cambio	0	0	0	0	0	0
-/+ Resultados por unidades de reajuste	0	0	0	0	0	0
= FLUJO DE CAJA BRUTO	1.625.612	3.307.818	3.459.229	3.617.985	3.784.335	3.628.843

Como puede apreciarse en la anterior tabla, los ajustes realizados al resultado del ejercicio se proyectaron de manera constante tomando los datos con corte a diciembre 31 de 2016 con excepción de la depreciación del activo fijo.

Aquellas partidas que en el Estado de resultados reducen el resultado del ejercicio fueron sumadas y aquellas que lo incrementan, restadas.

#### 4.4.2 Inversión de Reposición.

La inversión de reposición es aquella destinada a reponer los activos actuales, sin que aumente la capacidad ni las inversiones para nuevos productos o nueva tecnología.

Considerando que no se dispone de información suficiente del CAPEX del Grupo Éxito, se procedió a proyectar separadamente la Inversión de reposición y la Inversión en activo fijo.

En el primer caso, se calculó la participación de los gastos de depreciación respecto de los “Ingresos de actividades ordinarias”. Como se aprecia en la tabla “Cálculo de las Inversiones de

reposición”, dicha participación oscila entre 1,5% y 1,8% del total de dichos ingresos con un promedio aritmético de 1,7% calculado con los datos correspondientes a los años 2014, 2015 y 2016. No se consideró el primer semestre de 2017 dado que corresponde a una periodicidad distinta.

El gasto por depreciación se tomó de las Notas a los Estados Financieros del rubro “Propiedad, planta y equipos” relativos al “Gasto/costo por depreciación”. Lo anterior, considerando que el valor reflejado en los rubros “Depreciación y amortización” correspondientes a los “Costos de distribución” y “Gastos de administración” y la línea “Gastos de depreciación y amortización de activos fijos e intangibles” del Estado de flujo de efectivo incluyen también los gastos de amortización de activos intangibles.

Adicionalmente, se calculó la participación de la línea “Compra de propiedades, planta y equipo” del Estado de flujos de efectivo respecto de la depreciación del ejercicio mencionada en el párrafo anterior. Se observa que dicha participación oscila entre 181% y 254%.

Finalmente, se determinó como inversión de reposición el 100% de la depreciación del ejercicio 2016 desde 2017 hasta 2021.

**Tabla 38 Cálculo de las Inversiones de reposición**

DATOS HISTÓRICOS	Junio 30,	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Promedio
	2.017	2.016	2.015	2.014	
	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	
Ingresos de actividades ordinarias	26.793.634	51.639.433	24.045.971	10.484.822	
Gastos de depreciación (Nota a los EEFF Propiedad, planta y equipo)	436.120	939.921	414.353	155.378	
	1,6%	1,8%	1,7%	1,5%	1,7%
Compra de propiedades, planta y equipo	790.224	1.754.217	1.054.194	295.902	
Inversión (% Depreciación)	181,2%	186,6%	254,4%	190,4%	
DATOS PROYECTADOS	Semestre II	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Diciembre 31,
	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021
	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$
Inversión de Reposición	448.833	952.296	995.359	1.040.512	1.087.824
Inversión de Reposición (% depreciación)	100%	100%	100%	100%	100%

#### 4.4.3 Nuevas Inversiones (activo fijo)

Las Nuevas Inversiones están destinadas a la compra de nuevos activos fijos que permitan aumentar la capacidad instalada actual, nuevos productos o nueva tecnología.

Considerando que no se dispone de información histórica de las inversiones en CAPEX realizadas por o que realizará el Grupo Éxito, se calculó el porcentaje de participación del rubro “Propiedades, planta y equipo neto” tomado del Estado de cambio en la situación financiera respecto de los “Ingresos de actividades ordinarias” tomado del Estado de resultados. Posteriormente, se calculó el promedio aritmético de dicha participación considerado los años 2014, 2015 y 2106.

Dicho promedio se aplicó a los “Ingresos de actividades ordinarias” proyectados para los años 2017 y siguientes. De esta manera, se proyectó la Inversión en activo fijo.

**Tabla 39 Inversión en activo fijo proyectada**

DATOS HISTÓRICOS	Junio 30,	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Promedio	
	2.017	2.016	2.015	2.014		
	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$		
Ingresos de actividades ordinarias	26.793.634	51.639.433	24.045.971	10.484.822		
Propiedades, planta y equipo, neto	12.096.870	12.256.656	12.469.894	3.005.793		
% Participación	45,1%	23,7%	51,9%	28,7%	34,8%	
DATOS PROYECTADOS	Diciembre 31,					
	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$
Ingresos proyectados	52.046.717,76	54.317.859,16	56.774.139,23	59.349.577,52	62.048.211,29	64.874.882
Activo fijo proyectado	-	18.877.569	19.731.222	20.626.287	21.564.167	
Inversion activo fijo proyectada		789.310	853.653	895.065	937.880	

#### 4.4.4 Inversión en capital de trabajo.

El Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON) resulta de la diferencia entre los Activos Corrientes Netos y los Pasivos Corrientes Netos. En otras palabras, entre los activos corrientes que no devengan intereses y los pasivos corrientes que tampoco generan intereses.

En el caso de los primeros se consideraron los siguientes rubros, los cuales se asocian directamente al giro normal del negocio:

- Efectivo y equivalente al efectivo: Para empresas retail como el Grupo Éxito, se requiere considerar este rubro debido a la necesidad que estas poseen de disponer de efectivo en el día a día para poder efectuar su operación.
- Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar
- Inventarios

No se consideraron los siguientes rubros:

- Gastos pagados por anticipado
- Cuentas por cobrar a partes relacionadas: Con base en la información suministrada en la nota 11 a los Estados Financieros, este rubro no corresponde a una relación cliente-proveedor sino a préstamos a la controladora, préstamos a asociadas, negocios conjuntos y cuentas por cobrar pertenecientes al grupo Casino. Por tal razón, se descarta del cálculo.
- Activos por impuestos
- Otros activos financieros
- Activos no corrientes mantenidos para la venta

En cuanto a los segundos, se consideraron únicamente las “Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar” por asociarse directamente al giro ordinario del negocio.

Mientras que los siguientes rubros fueron excluidos por no cumplir con dicha condición:

- Pasivos no financieros

- Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados
- Otras provisiones
- Cuentas por pagar a entidades relacionadas
- Pasivos por impuestos diferidos
- Pasivos por impuestos
- Otros pasivos financieros
- Otros pasivos no financieros

Con base en lo anterior, se obtuvo el siguiente “Capital de Trabajo Operacional Neto”:

**Tabla 40 Capital de Trabajo Neto (CTON)**

	Junio 30, 2.017 MM\$	Diciembre 31, 2.016 MM\$	Diciembre 31, 2.015 MM\$	Diciembre 31, 2.014 MM\$
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.366.152	6.117.844	10.068.717	2.953.938
Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar	1.001.444	1.132.750	3.251.007	202.309
Inventarios	5.749.105	5.778.173	8.685.221	1.244.231
<b>Activo corriente neto</b>	<b>10.116.701</b>	<b>13.028.767</b>	<b>22.004.945</b>	<b>4.400.478</b>
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	(8.936.032)	(11.537.028)	(18.599.948)	(2.646.415)
<b>Pasivo corriente neto</b>	<b>(8.936.032)</b>	<b>(11.537.028)</b>	<b>(18.599.948)</b>	<b>(2.646.415)</b>
<b>Capital de trabajo operacional Neto (CTON)</b>	<b>1.180.669</b>	<b>1.491.739</b>	<b>3.404.997</b>	<b>1.754.063</b>

Posteriormente, se calcularon las “Necesidades de capital de trabajo” como la razón entre el capital de trabajo operacional neto a ventas y se calculó un promedio aritmético:

**Tabla 41 Necesidades de capital de trabajo**

	Junio 30, 2.017 MM\$	Diciembre 31, 2.016 MM\$	Diciembre 31, 2.015 MM\$	Diciembre 31, 2.014 MM\$	Promedio
<b>Capital de trabajo operacional Neto (CTON)</b>	<b>1.180.669</b>	<b>1.491.739</b>	<b>3.404.997</b>	<b>1.754.063</b>	
Ingresos de actividades ordinarias	26.793.634	51.639.433	24.045.971	10.484.822	
RCTON = CTON / Ventas (Necesidades de capital de trabajo)	4,4%	2,9%	14,2%	16,7%	<b>11,3%</b>

#### 4.4.5 Aumentos o disminuciones de capital de trabajo

El promedio aritmético calculado en el numeral 4.4.3 se aplicó a la diferencia entre los “Ingresos de actividades ordinarias” del año t+1 y los del año t con el fin de calcular las variaciones en el capital de trabajo. Lo anterior entendiendo que, conociendo las ventas proyectadas del siguiente año, se supone una variación anticipada del capital de trabajo a fin de responder a la variación estimada en las ventas.

**Tabla 42 Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo**

	Diciembre 31, 2.017 MM\$	Diciembre 31, 2.018 MM\$	Diciembre 31, 2.019 MM\$	Diciembre 31, 2.020 MM\$	Diciembre 31, 2.021 MM\$	Diciembre 31, 2.022 MM\$
Ingresos de actividades ordinarias proyectadas	52.046.718	54.317.859	56.774.139	59.349.578	62.048.211	64.874.882
Δ Ingresos de actividades ordinarias proyectadas	2.271.141	2.456.280	2.575.438	2.698.634	2.826.671	
Inversion en capital de trabajo (RCTON)	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	255.720	276.566	289.983	303.854	318.271	

#### 4.4.6 Déficit o exceso de capital de trabajo

Para determinar la existencia de déficit o exceso de capital de trabajo, se calcularon las “Necesidades de capital de trabajo” en días para lo cual se multiplicaron los valores obtenidos en el punto anterior por 360. Posteriormente, se calculó el promedio aritmético de los valores obtenidos.

**Tabla 43 Déficit/Exceso de Capital de Trabajo**

CONCEPTO	VALOR
Capital de trabajo observado en 2017 Junio	1.180.669
Capital de trabajo estimado 2017 diciembre	5.860.229
Déficit/exceso de Capital de trabajo	4.679.560 Déficit

Existe déficit en aquellos en los que los días de necesidades de capital de trabajo son inferiores al promedio aritmético calculado en el anterior párrafo y exceso en el caso opuesto.

#### 4.4.7 Activos prescindibles Grupo Éxito

**Tabla 44 Clasificación de los activos en operacional y no operación**

ACTIVOS	30.06.2017	Clasificación		Observación
		\$	Operacional	
<b>Activos corrientes:</b>				
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.366.152	✓		
Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar	1.001.444	✓		
Gastos pagados por anticipado	210.197	✓		
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	66.872	✓		
Inventarios	5.749.105	✓		
Activos por impuestos	608.039	✓		
Otros activos financieros	98.404	✓		
Activos no corrientes mantenidos para la venta	17.057.663	✓		
<b>Total activos corrientes</b>	<b>28.157.876</b>			

Activos no corrientes:	30.06.2017	Clasificación		Observación
		\$	Operacional	
Propiedades, planta y equipo, neto	12.096.870	✓		
Propiedades de inversión, neto	1.945.025	✓		
Plusvalía, neto	5.668.921	✓		
Activos intangibles distintos de la plusvalía, neto	5.644.537	✓		
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	925.629		✓	Las participaciones del Grupo en las inversiones contabilizadas bajo el método de la participación incluyen las participaciones en asociadas y en un negocio conjunto.
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	599.441	✓		
Gastos pagados por anticipado	50.768	✓		
Cuentas por cobrar a partes relacionados	17.520	✓		
Activos por impuestos diferidos	1.560.137	✓		
Activos por impuestos	1.178.457	✓		
Otros activos financieros	780.216	✓		
Otros activos no financieros	398	✓		
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>30.467.919</b>			
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>58.625.795</b>			

**Tabla 45 Activos prescindibles Grupo Éxito**

ACTIVO	Valor	Tipo de activo	Prescindible?
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.366.152	Corriente	NO
Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar	1.001.444	Corriente	NO
Gastos pagados por anticipado	210.197	Corriente	NO
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	66.872	Corriente	NO
Inventarios	5.749.105	Corriente	NO
Activos por impuestos	608.039	Corriente	NO
Otros activos financieros	98.404	Corriente	NO
Activos no corrientes mantenidos para la venta	17.057.663	Corriente	NO
<b>Activo no corriente</b>	<b>28.157.876</b>		
Propiedades, Planta y Equipo	12.096.870	No corriente	NO
Plusvalía	5.668.921	No corriente	NO
Activos intangibles distintos de la plusvalía	5.644.537	No corriente	NO
Propiedades de Inversión	1.945.025	No corriente	NO
Activos por impuestos diferidos	1.560.137	No corriente	NO
Activos por impuestos	1.178.457	No corriente	NO
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	925.629	No corriente	SI
Otros activos financieros	780.216	No corriente	NO
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	599.441	No corriente	NO
Gastos pagados por anticipado	50.768	No corriente	NO
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, no	17.520	No corriente	NO
Otros activos no financieros, no corrientes	398	No corriente	NO
<b>Activo no corriente</b>	<b>30.467.919</b>		
<b>Activos prescindibles</b>	<b>925.629</b>		

**Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción**

En la siguiente tabla se presenta el flujo de caja libre proyectado para el Grupo Éxito desde 2017 hasta 2021.

**Tabla 46 Flujo de caja libre más Valor Terminal**

	<b>AJUSTES AL EERR: FLUJO DE CAJA BRUTO</b>					
	Semestre II	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Diciembre 31,	Diciembre 31,
	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$	MM\$
Ganancia (perdida)	141.518	454.984	471.936	489.711	508.336	760.811
<b>AJUSTES</b>						
+ Depreciación de Activo Fijo	448.833	952.296	995.359	1.040.512	1.087.824	1.137.381
+ Amortización de Activos Intangibles						
- Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	-16.171	-24.957	-24.957	-24.957	-24.957	-24.957
+ Otros gastos, por función (después de Impuestos)	246.639	396.438	396.438	396.438	396.438	396.438
- Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)	7.683	54.058	54.058	54.058	54.058	54.058
- Ingresos financieros (después de Impuestos)	-288.633	-482.357	-482.357	-482.357	-482.357	-482.357
+ Costos financieros (después de Impuestos)	1.182.779	2.021.108	2.112.503	2.208.332	2.308.746	1.744.110
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios	-97.036	-63.752	-63.752	-63.752	-63.752	-63.752
-/+ Diferencias de cambio	0	0	0	0	0	0
-/+ Resultados por unidades de reajuste	0	0	0	0	0	0
<b>= FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>1.625.612</b>	<b>3.307.818</b>	<b>3.459.229</b>	<b>3.617.985</b>	<b>3.784.335</b>	<b>3.628.843</b>
- Inversión en Reposición	-448.833	-952.296	-995.359	-1.040.512	-1.087.824	-1.137.381
- Inversión en capital físico	0	-789.310	-853.653	-895.065	-937.880	
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-255.720	-276.566	-289.983	-303.854	-318.271	
<b>= FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>921.058</b>	<b>1.289.646</b>	<b>1.320.234</b>	<b>1.378.554</b>	<b>1.440.361</b>	<b>2.491.462</b>
+ Valor Terminal					23.569.246	
<b>= FCL + VT</b>	<b>\$ 921.058</b>	<b>\$ 1.289.646</b>	<b>\$ 1.320.234</b>	<b>\$ 1.378.554</b>	<b>\$ 25.009.607</b>	

A continuación se explican los componentes del mismo:

- **Flujo de caja bruto:** Dato tomado del numeral 4.4.1
- **Inversión en reposición:** Corresponde a la sumatoria de los ajustes por “Depreciación de activo fijo” y “Amortización de activos intangibles” del numeral 4.4.2.
- **Inversión de capital físico:** Dato tomado de la proyección de la “Inversión en activo fijo” proyectada en el numeral 4.4.3.
- **Aumentos/disminuciones de capital de trabajo:** Valores tomados de los “Aumentos/disminuciones de capital de trabajo” proyectados en el numeral 4.4.4.
- **Valor terminal:** Existen tres métodos para su determinación: Valor de liquidación, valor de perpetuidad y valor de perpetuidad con crecimiento.

Para efectos del presente trabajo, se consideró segundo de ellos considerando la dificultad que presenta el método de “Valor de liquidación” debido a la baja probabilidad de transar los activos fijos de la compañía en el mercado y a la aplicabilidad del método de “Valor de perpetuidad con crecimiento” para empresas apalancadas en su totalidad con recursos propios (patrimonio).

Bajo esta metodología, el valor residual resulta de la división del flujo de caja libre del año 2022 reflejado en la tabla “Flujo de caja permanente” entre el costo de capital promedio ponderado del Grupo Éxito. En otras palabras, correspondería al valor presente de una perpetuidad.

Como se aprecia en la siguiente tabla, para el cálculo del flujo de caja permanente (año 2022), se proyectaron la “Inversión en capital físico” y “Aumentos/disminuciones de capital de trabajo” en ceros.

**Tabla 47 Flujo de caja permanente**

<b>Flujo de Caja Permanente</b>	<b>Diciembre 31,</b>	<b>Diciembre 31,</b>
	<b>2.021</b>	<b>2.022</b>
	<b>MMS</b>	<b>MMS</b>
Ingresos de actividades ordinarias	62.048.211	64.874.882
Ganancia (perdida)	508.336	527.844
<b>AJUSTES</b>		
+ Depreciación de Activo Fijo	1.087.824	1.137.381
+ Amortización de Activos Intangibles	0	0
- Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	-24.957	-24.957
+ Otros gastos, por función (después de Impuestos)	396.438	396.438
- Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)	54.058	54.058
- Ingresos financieros (después de Impuestos)	-482.357	-482.357
+ Costos financieros (después de Impuestos)	2.308.746	1.744.110
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos)	-63.752	-63.752
-/+ Diferencias de cambio	0	0
-/+ Resultados por unidades de reajuste	0	0
<b>= FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>3.784.335</b>	<b>3.288.765</b>
- Inversión en Reposición	-1.087.824	-1.137.381
- Inversión en capital físico	-937.880	
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-318.271	
<b>= FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>1.440.361</b>	<b>2.151.384</b>

El anterior valor se suma al flujo de caja del período 2021 para el cálculo del valor presente de los flujos de caja descontada al Costo promedio ponderado de capital (WACC).

**Tabla 48 Costo promedio ponderado de capital**

Tasa Libre de Riesgo	6,76%	
Premio por Riesgo de Mercado	8,20%	
Beta del Negocio (sin deuda)	0,8185	
Costo de la Deuda	8,58%	
Beta de la Deuda	0,22256098	
Razón de Endeudamiento (B/P)	158,80%	
Razón de Endeudamiento (B/V)	61%	
Beta de la Acción	1,41	
Tasa de Impuestos	35%	
Premio por Liquidez	0,00%	Presencia bursatil del 100%
Costo Patrimonial	18,51%	
<b>Costo de Capital</b>	<b>10,57%</b>	

**Tabla 49 Valor Económico del Patrimonio**

<u>Valor Económico del Patrimonio</u>		20.918.927
+	Valor Económico de los Activos Operacionales: Valor presente de los flujos de caja libre más valor terminal.	19.893.864
+	Activos Prescindibles	925.629
-/+	Exceso (déficit) en Capital de Trabajo Neto (CTON)	- 4.679.560
=	<b>Valor Total de Activos</b>	<b>16.139.933</b>
-	Deuda Financiera	9.229.346
-	Deuda Subordinada (si está en cuentas por pagar)	-
=	<b>Patrimonio Económico</b>	<b>6.910.587</b>

A continuación se explica el cálculo de los componentes del Patrimonio Económico:

- **El Valor Económico de los Activos Operacionales** resulta de descontar a valor presente los flujos de caja libre y el valor terminal a la tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC).

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

Remplazando los valores en la ecuación:

$$VEP_{31122017} = 921.058 + \frac{\$1.289.646}{(1+0,1058)^1} + \frac{\$1.320.234}{(1+0,1058)^2} + \frac{\$1.320.234}{(1+0,1058)^3} + \frac{\$1.378.554 + \$23.569.246}{(1+0,1058)^4}$$

$$VEP_{31122017} = \$20.918.927$$

Descontando el flujo a junio 30 de 2017

$$VEP_{30062017} = \frac{\$20.918.927}{(1+0,1058)^{1/2}}$$

$$VEP_{30062017} = \$19.893.864$$

- **Activos prescindibles:** Valor tomado del numeral 4.4.7.
- **Exceso/déficit en capital de trabajo:** Valor tomado del numeral 4.4.6.
- **Deuda financiera:** Valor tomado del numeral 4.1.2.

En cuanto al precio estimado de la acción, este resulta de dividir el Patrimonio Económico expresado en millones de pesos colombianos entre la cantidad de acciones con corte a junio 30 de 2017.

**Tabla 50 Precio estimado de la acción**

<b>Patrimonio Económico</b>	<b>6.910.587</b>
Número de acciones	447.626.501
Precio de la acción	15.438
Precio de la acción a 30/06/2017	15.340
Diferencia	- 98
% Diferencia	-0,64%

Al comparar el precio estimado de la acción con el precio real de la misma a junio 30 de 2017, se observa que el primer valor excede al segundo en 0,64%. En otras palabras, se podría afirmar que el precio observado de la acción está subestimado respecto del proyectado.

## 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.

A través de esta metodología de valoración de empresas, se obtuvo un precio de la acción cercano al observado a junio 30 de 2017 obteniendo una diferencia entre dichos valores inferior al 1% reflejando una leve subvaloración.

## 6 Anexos

### 6.1 Cálculo del beta promedio de la acción

#### Periodo: 201706-201507

Resumen

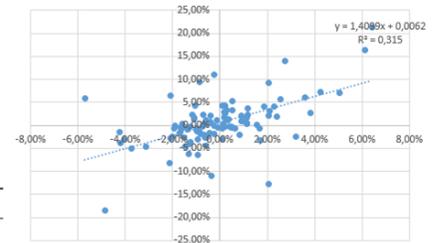
Estadísticas de la regresión	
Coefficiente:	0,581268334
Coefficiente:	0,315022143
R <sup>2</sup> ajustad:	0,308306673
Error típico	0,042457671
Observacion	104

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

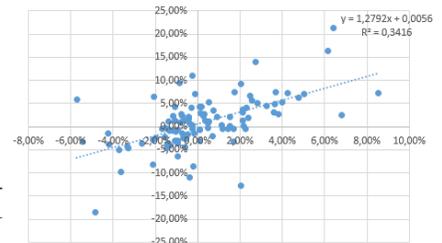
Estadísticas de la regresión	
Coefficiente:	0,584490148
Coefficiente:	0,341628733
R <sup>2</sup> ajustad:	0,335174113
Error típico	0,045127015
Observacion	104

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	0,002036447	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 <sup>2</sup> ajustad:	0,434449891
Error típico	0,025525784
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

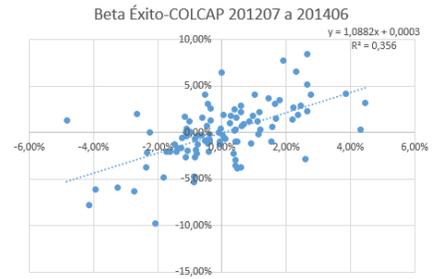
### Estadísticas de la regresión

Coefficiente: 0,596685773  
 Coeficiente: 0,356033912  
 R<sup>2</sup> ajustado: 0,349720519  
 Error típico: 0,024501335  
 Observación: 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

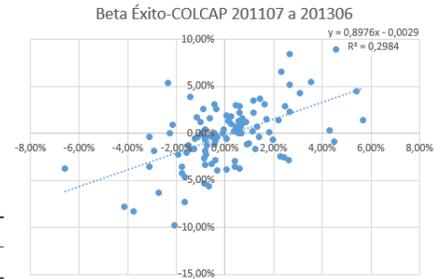
### Estadísticas de la regresión

Coefficiente: 0,546302349  
 Coeficiente: 0,298446256  
 R<sup>2</sup> ajustado: 0,291635055  
 Error típico: 0,027146625  
 Observación: 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](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](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=&tip oentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAAvAAg&vig=VI&control=svs&pestanía=3](http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93834000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAAvAAg&vig=VI&control=svs&pestanía=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=&tip oentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAA5SAa&vig=VI&control=svs&pestanía=3>