



# **VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A. COLOMBIA**

**MEDIANTE MÉTODO POR MÚLTIPLOS**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE**

**MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumnos: Alejandro Zúñiga Donoso**

**Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín**

**Santiago, Julio 2019**

## **Dedicatoria y Agradecimientos**

Dedicamos esta tesis de grado a nuestras familias, padres y esposas, pilares fundamentales y razón de todo el esfuerzo entregado durante este último año de estudios, pues sin su incondicional apoyo no lo hubiésemos logrado.

<b>Dedicatoria</b>	2
<b>Índice</b>	3
<b>1. Resumen Ejecutivo</b>	7
<b>2. Métodos de Valoración de Empresas</b>	9
2.1. Modelo de Descuento de Dividendos	9
2.1. Método de Flujos de Caja Descontados	10
2.3. Método por Múltiplos	12
<b>3. Descripción de la Empresa e Industria</b>	15
3.1. Reseña histórica	11
3.2. Antecedentes de la Empresa	18
3.3. Antecedentes de la Industria	24
3.4. Antecedentes financieros Grupo Éxito	28
3.4.1. Estados Financieros de Almacenes Éxito	28
<b>4. Estructura de Capital de la Empresa</b>	30
4.1. Deuda Financiera	30
4.1.2. Pasivos Financieros	30
4.1.3. Pasivos No Financieros	30
4.2. Patrimonio Económico de la empresa	30
4.3. Estructura de Capital objetiva (Resumen)	31
4.4. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa	31
4.4.1. Beta de la Acción	31
4.4.2. Costo de la Deuda ( $K_d$ )	31
4.4.3. Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )	31

4.4.4. Beta de la Acción ( $\beta_p^{c/d}$ )	32
4.4.5. Beta Patrimonial sin Deuda ( $\beta_p^{s/d}$ )	32
4.4.6. Beta Patrimonial con Deuda ( $\beta_p^{c/d}$ )	33
4.4.7. Costo Patrimonial ( $K_p$ )	34
4.4.8. Costo de Capital Promedio Ponderado Wacc ( $K_0$ )	34
<b>5. Valoración de la Empresa por Múltiplos</b>	<b>35</b>
9.1. Valores para los Benchmark	36
9.1.1. Cencosud	36
9.1.2. Falabella	37
9.1.3. Indicadores para la empresa valorada	37
9.1.4. Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria	38
9.1.5. Conclusiones para Método por Múltiplos	40
<b>6. Bibliografía</b>	<b>41</b>

## Índice de Tablas

Tabla 1 Estado de Situación Financiera Consolidada 2014 – 2018 (3T)	26
Tabla 2 Estado Consolidados 2014 – 2018 (3T)	27
Tabla 3 Deuda financiera de Almacenes Éxito	28
Tabla 4 Patrimonio Económico de Éxito	28
Tabla 5 Estructura de Capital Objetiva	29
Tabla 6 Costo de la Deuda	31
Tabla 7 Beta acción ( $\beta_p^{c/d}$ )	31
Tabla 8 Estructura de Capital Objetiva (2)	32

Tabla 9 Valores para la Industria (Valoración por múltiplos)	36
Tabla 10 Valores para Cencosud (Valoración por múltiplos)	36
Tabla 11 Valores para Falabella (Valoración por múltiplos)	37
Tabla 12 Indicadores Grupo Éxito S.A (Valoración por múltiplos)	37
Tabla 13 Valores de Grupo Éxito S.A. en base a múltiplos de la Industria	38
Tabla 14 Indicadores Cencosud (Valoración por múltiplos)	37
Tabla 15 Indicadores Falabella (Valoración por múltiplos)	37
Tabla 16 Indicadores para la empresa valorada	37
Tabla 17 Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria	38
Tabla 18 Nomenclatura y definiciones de cada Múltiplo	38
Tabla 19 Valores Cencosud	38
Tabla 20 Valores Falabella	39
Tabla 21 Valores Éxito	40

### **Índice de Figuras**

Figura 1 Número de Almacenes + área de Venta distribuido por Marca	16
Figura 2 % Ingresos Grupo Éxito segmentadas por país (pesos colombianos)	17
Figura 3 EBITDA Ajustado Grupo Éxito segmentadas por país (\$COP)	17
Figura 4 Evolución precio de la acción de la empresa Éxito	32
Figura 5 Evolución retornos de la acción de la Empresa Éxito	32

## **1. Resumen Ejecutivo**

El documento presentado a continuación trata sobre la Valoración de Almacenes Éxito, compañía Colombiana de Retail poseedora de una amplia cobertura dentro del país cafetero y Sudamérica. Lo que se buscará estimar a través del desarrollo de este documento, es el valor de esta empresa, respondiendo a la interrogante de que si ésta se encuentra sobrevalorada o caso contrario, subvalorada respecto del Mercado.

Dentro del desarrollo del ejercicio de valoración, en primera instancia, expondremos los métodos de valoración a los que se someterá la empresa, los cuales serán explicados desde el punto de vista teórico y práctico.

Posteriormente en una segunda sección, se generará una descripción completa de Almacenes Éxito, donde se analizará su funcionamiento, posicionamiento de Mercado, estructura organizacional, niveles de operaciones, entre otros antecedentes que permitan entender el accionar de la empresa y su negocio.

El análisis de los resultados históricos de la compañía, constituye la tercera parte de este documento, donde daremos énfasis a la revisión de sus ratios financieros, valores accionarios, deuda, estados financieros en general, entre otros parámetros de interés que permitan contextualizar la situación financiera y económica de Almacenes Éxito.

Finalmente, nuestro análisis derivará en la estimación del valor de Almacenes Éxito con los mecanismos mencionados. En primera instancia, procederemos con la valoración mediante flujo de caja descontado, para luego aplicar el método valoración por múltiplos y generar de este modo las comparaciones pertinentes, respecto del valor de mercado que presenta la organización a la fecha de análisis.

## **2. Métodos de Valoración de Empresas**

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 que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o 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.

### **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.

---

<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.

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:

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

Dónde:

**DPA** = Dividendo por acción

**Kp** = Rentabilidad exigida a las acciones

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

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

Donde **DPA<sub>1</sub>** 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.

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>

---

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

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



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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda

financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

### **2.3. Método de múltiplos**

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

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

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en

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

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos<sup>5</sup>:

### **Múltiplos de Ganancias:**

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

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

### **Múltiplos de Valor Libro:**

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

### **Múltiplos de Ventas:**

---

<sup>5</sup> Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

**Múltiplo de Variables de industria Específica:**

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m<sup>2</sup> construido en Retail)

### 3. Descripción de la Empresa e Industria

#### 3.1. Reseña histórica

Fundado en 1949, por Gustavo Toro Quintero quien abrió su primer local en Medellín. Luego, 10 años después Cadenaldo comienza su historia como sociedad propietaria del Ley. En 1993, se crea la Fundación Éxito, para luego un año más tarde, iniciarse el proceso de apertura accionaria, en las Bolsas de valores de Bogotá, Medellín y Occidente.

En 1998, comienza sus operaciones [www.exito.co](http://www.exito.co). Posteriormente la gran expansión llegó de la mano de la adquisición de la mayoría accionaria de Cadenaldo, compañía con la que Éxito terminaría fusionándose el 2001.

En 2007, fortaleciendo aún más la consolidación en el mercado colombiano, Almacenes Éxito adquiere Carulla Vivero, además de realizar emisión internacional de acciones a través de GDS.

En Diciembre de 2008, nace el formato de bodega de Surtimax, seguros Éxito como negocio complementario, además del inicio de la operación directa de sus estaciones de servicio. Éxito y Calam, firman alianza estratégica, luego un año más tarde Éxito se fusiona con Carulla.

2011 está marcado como el año de la expansión latinoamericana, donde Éxito adquiere las cadenas uruguayas Devoto y Disco por un cifra cercana a 746 millones USD.

En 2015, Almacenes Éxito adquiere el 50% de derechos de voto del grupo Pao de Açúcar, en Brasil y el 100% de Libertad en Argentina.

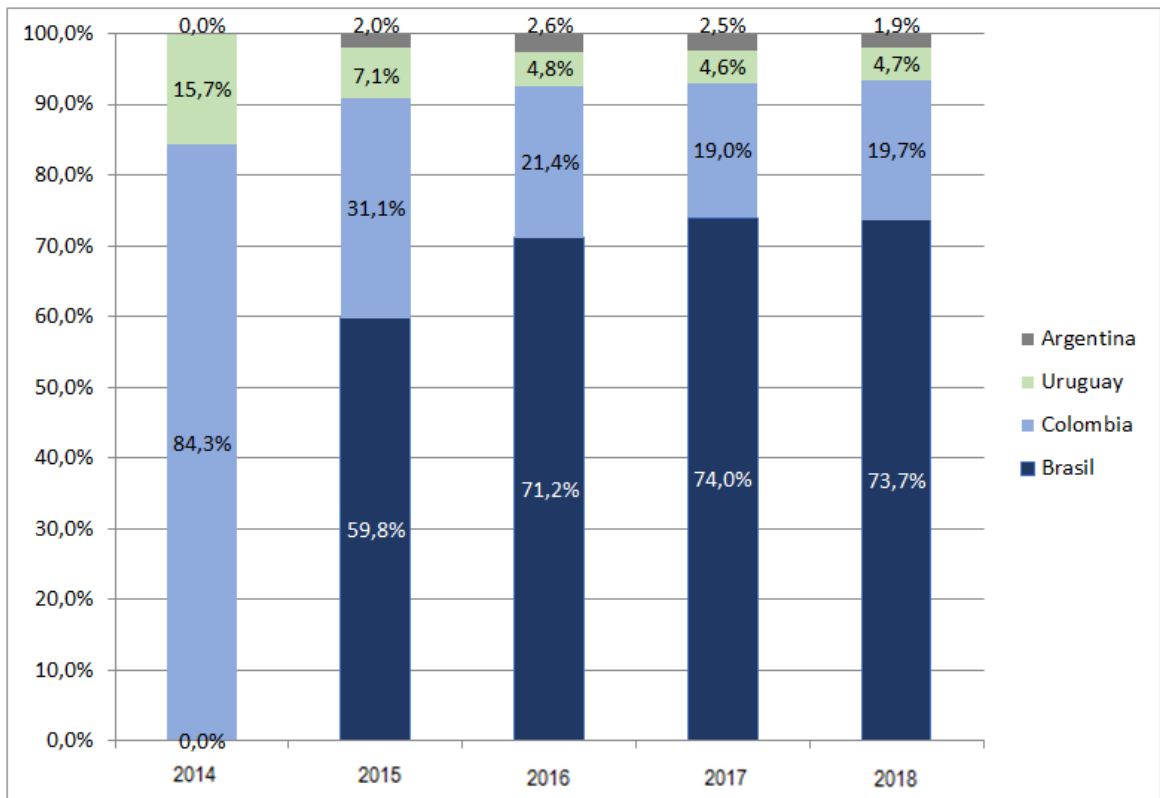
A la fecha, Almacenes Éxito S.A es una de las empresas líderes en el mercado Retail de Colombia, contando con operaciones en Uruguay, Brasil y Argentina. Su principal negocio es la venta al detalle, la cual representa prácticamente la totalidad de sus ingresos, destacando la venta de electrodomésticos, textiles y mercancía en general.

La estrategia del Grupo es consolidarse como un Retail multi-industria, multi-formato, multi-marca y multi-negocio abarcando de esta forma una mayor cantidad de mercados, dotándolo de las capacidades para brindar más y mejores servicios a sus clientes.

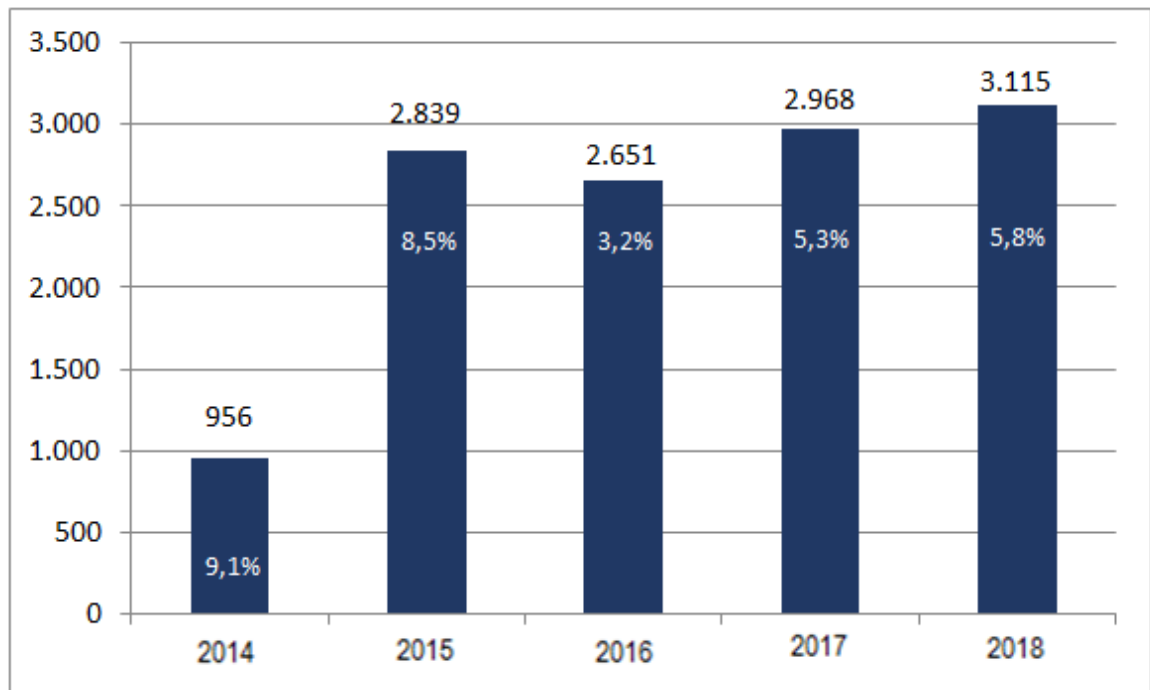
En los últimos años Almacenes Éxito se ha mantenido como líder en Colombia operando con 474 locales solo en Colombia, sin mencionar su participación internacional en los países mencionados, con los cuales alcanza los 1.573 almacenes que representan un total de 2.808.820 m2 en infraestructura.



Figura n° 1: Número de Almacenes + área de Venta distribuido por Marca  
Fuente: Memoria 2017 Grupo Éxito



**Figura n°2:** % Ingresos Grupo Éxito segmentadas por país (pesos colombianos)  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito 2014 - 2018



**Figura n°3:** EBITDA Ajustado Grupo Éxito segmentadas por país (pesos colombianos)  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito 2014 - 2018

### 3.2. Antecedentes de la Empresa

	Observaciones
<b>Razón Social</b>	Almacenes Éxito S.A.
<b>Rut (NIT)</b>	890.900.608-9
<b>Nemotécnico</b>	EXITO
<b>Industria</b>	Comercial
<b>Regulación</b>	Control Exclusivo de la Superintendencia Financiera de Colombia
<b>Tipo de Operación</b>	<p>Almacenes Éxito es líder en el mercado de supermercados e hipermercados en Colombia, contando además con operaciones en Brasil, Argentina y Uruguay.</p> <p>La venta al detalle constituye el principal negocio del Grupo Éxito, representando la mayor parte de sus ingresos, encabezados principalmente por la venta de electrodomésticos, alimentos, textiles y mercancía en general. La estrategia del grupo es convertirse en un holding internacional, multi-formato, multi-marca y multi-negocio abarcando la mayor cantidad de mercados y servicios.</p> <p>En los últimos años Almacenes Éxito se ha mantenido como líder en Colombia operando con 474 locales solo en Colombia, sin mencionar su participación internacional en los países mencionados, con los cuales alcanza los 1.573 almacenes que representan un total de 2.808.820 m<sup>2</sup> en infraestructura. <sup>(1)</sup></p>
<b>Filiales</b>	<p><b>1. Colombia <sup>(2)</sup></b></p> <p><b>1.1. Comercio al detalle</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Éxito:</b> Es la marca líder del comercio al detalle en Colombia y la única en el país con estrategia multiformato: Hipermercados, Supermercados, Vecino, Express y Estaciones de Servicio (EDS). (263 puntos de venta).</li> <li>• <b>Carulla:</b> Se destaca por ser la marca premium, especializada en productos frescos y de fina selección, orientados a satisfacer con un estilo único las necesidades de sus clientes. (100 puntos de venta).</li> <li>• <b>Surtimax:</b> esta una marca del Grupo Éxito cuenta con 133 almacenes a nivel nacional, en la que trabajan más de 2.500 empleados. Ésta unidad de negocio se especializa en la</li> </ul>



oferta de productos a bajo precio mediante estrategias de ahorro permanentes, las cuales contribuyen a la fidelización de su segmento de clientes.

Está ubicado en las principales ciudades del país como Bogotá, Barranquilla, Cartagena, Montería, Sincelejo, Cauca, Planeta Rica, Medellín y Villavicencio, así, en Surtimax logramos estar cada vez más cerca de los colombianos, generando empleo y ofreciendo a nuestros clientes variedad y economía para sus hogares.

- **Súper Inter:** es una marca reconocida por productos frescos y de alta calidad a precios económicos. Una de sus mayores fortalezas son las carnes, reconocidas por sus niveles de calidad y economía, contando con una considerable variedad de productos cárnicos importados y nacionales. (71 puntos de venta)

## 1.2. Comercio directo

- **exito.com:** es la tienda online de Éxito que a través del Marketplace, diferentes vendedores aliados ofrecen, comercializan y distribuyen sus productos en la plataforma online de la compañía.
- **Éxito Prime:** la membresía Prime trae consigo beneficios especiales para los clientes inscritos.
- **carulla.com:** plataforma online que se especializa en productos frescos en categorías diferenciadoras como delicatessen y panadería.
- **Catálogos digitales:** espacio virtual de oferta de productos que no se encuentren exhibidos en el almacén a través de un módulo de compra digital. Los Catálogos Digitales están disponibles en 126 almacenes marcas Éxito, Carulla, Surtimax y Súper Inter.
- **Domicilios éxito y Domicilios Carulla:** espacio virtual donde los clientes tienen la posibilidad de comprar los productos que ofrecen la compañía en sus almacenes desde la comodidad de su casa a través de una llamada telefónica o por internet a través de exito.com y carulla.com.

### 1.3. Negocio inmobiliario

- **Viva Malls:** es la unidad de negocio del Grupo Éxito dedicada a la creación y gestión de iniciativas inmobiliarias complementarias al Retail. El desarrollo inmobiliario del grupo que cuenta con 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.

### 1.4. Negocios complementarios

- **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. Posee más de 2,6 MM de tarjetas emitidas.
- **Seguros Éxito:** servicio que ofrece a los clientes un portafolio de productos y servicios con los que puedan protegerse, proteger sus familias y su patrimonio de una manera rápida, fácil y económica. Más de 1 MM de clientes con micro seguros.
- **Viajes Éxito:** servicio que 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 (más de 250.000 clientes).
- **Móvil Éxito:** servicio que ofrece a los clientes 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 (954.000 líneas activas).
- **Multipagos Éxito:** servicio con que los clientes pueden hacer pagos, giros, recargas, abonos y comprar seguros a terceros en un solo lugar.
- **Todohogar:** catálogos de productos de textil con marcas propias y exclusivas; y productos de limpieza, aseo, y artículos para el hogar. Más de 13.300 empresarias. Cobertura en más de 200 ciudades.

- **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. Más de 4,4 millones de transacciones nacionales e internacionales.

#### 1.4. Soporte a los negocios

- **Didetexco (Distribuidora de textiles y confecciones S.A.):** Durante el 2017 la industria textil del Grupo Éxito exportó a Brasil, Argentina, Uruguay, Francia y República Dominicana más 1.3 millones de prendas Marca Propia, lo que significó un crecimiento del 154% en relación a 2016.

Otras son **Ideal (Industria de alimentos)** con más de 1.000 referencias de productos elaborados y **LTSA (Logística, Transporte y Servicios asociados S.A.S)** empresa especializada en servicios de transporte de carga nacional e internacional, aérea, terrestre, marítima, fluvial, férrea y multimodal de todo tipo de mercancía en general, con más de 40 millones de kilómetros recorridos por los vehículos de la empresa de logística y transporte.

## 2. Brasil <sup>(3)</sup>

- **Grupo Pão de Açúcar:** es el retailer más grande en Brasil de alimentos, muebles, tecnología y electrodomésticos, y el segundo más grande en cash & carry y en comercio electrónico. Posee tiendas en 21 de los 27 estados brasileños, totalizando 1.891 tiendas que suman 2.8m2 de área de ventas. Con más de 160,000 empleados, es el #1 en Alimentos, el #2 de comercio electrónico.

Grupo Éxito tiene sobre esta compañía el 18.8% de capital y el 50% de los derechos de voto.

Entre sus marcas destaca Pão de Açúcar, Extra, Mini Mercado Extra, Minuto Pão de Açúcar y Assaí, entre otras, del comercio electrónico como Cnovao de rubros no alimenticios como Viavarejo.

### 3. Uruguay <sup>(4)</sup>

- **Disco, Devoto y Géant:** Supermercados que totalizan 65 puntos de venta en Uruguay, 14 de ellos Devoto en formato Express en la ciudad de Montevideo.

Se caracterizan por la comercialización minorista de productos de consumo masivo, a través de una cadena de supermercados emplazados en Montevideo, Canelones y Maldonado.

### 4. Argentina <sup>(5)</sup>

- **Libertad:** es uno de los retailers líderes en el rubro de alimentos en la provincia de Córdoba. Es el tercer actor inmobiliario con 145 mil mt2 de área comercial arrendable (líder en la Provincia) y el primero fuera de Buenos Aires. Grupo Éxito tiene el 100% de participación.

(1)(2)(3)(4)(5) [www.grupoexito.com/nosotros](http://www.grupoexito.com/nosotros)

	<b>Nombre</b>	<b>Cantidad de acciones</b>	<b>Participación</b>
	Géant International B.V.	187.689.792	41,93%
	Géant Fonciere B.V.	47.725.428	10,66%
	Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	25.272.142	5,65%
	Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	23.322.916	5,21%
	Bergsaar B.V.	12.130.244	2,71%
	Jara Albarracín Manuel	10.467.933	2,34%
	Fondo Bursatil Ishares COLCAP	8.562.096	1,91%
	Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	7.908.478	1,77%
	Moreno Barbosa Jaime	6.674.391	1,49%
	Norges Bank	5.955.972	1,33%
	Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.	4.307.929	0,96%
<b>12 Mayores Accionistas <sup>(1)</sup></b>	Fondo Bursatil Horizons Colombia Select de S&P	4.058.249	0,91%
	<b>Datos corresponden al 77% de las acciones del Grupo Éxito.</b>		
	<sup>(1)</sup> Resultados financieros 3T 2018		

### 3.3. Antecedentes de la Industria

Teniendo en cuenta que Almacenes Éxito opera en 4 países de Sudamérica, consideraremos como competidores a empresas que sean parte de la misma Industria de estos países. Por tal motivo, consideraremos para nuestro estudio a **Cencosud** y **Falabella** como empresas competidoras de la empresa en análisis.

**Cencosud S.A.** es una de las más importantes Compañías del Retail de América latina, lo que lo ha llevado a convertirse en uno de los principales retailer multiformato y multi-marca de la región. Como se mencionó, opera a través de una serie de formatos, como supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar, centros comerciales y tiendas por departamento. Sus oficinas centrales están emplazadas en Chile y cuenta con operaciones Argentina, Brasil, Colombia y Perú.

Por su lado, **Falabella** es una de las compañías de Retail más preponderantes de América latina. Falabella cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil. Cuenta con 5 áreas de negocios: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria. En lo relacionado a tiendas por departamento es uno de los líderes en cada país donde opera, situación similar ocurre con mejoramiento del hogar, donde es uno de líderes en los mercados de Chile, Perú y Colombia. Adicionalmente, es el principal emisor de tarjetas de crédito en nuestro país y Perú.

#### Benchmark: Generalidades

Nombre de la Empresa	<b>Cencosud S.A.</b>
Ticker o Nemo-técnico	CENCOSUD
Clase de Acción	A
Derechos de cada Clase	Acciones comunes

<p>Mercado donde Transa sus acciones</p>	<p>Bolsa de Comercio de Santiago</p>
<p>Descripción de la Empresa (profile)</p>	<p>Cencosud S.A. es una de las más importantes Compañías del Retail de América latina, lo que lo ha llevado a convertirse en uno de los principales retailer multiformato y multi-marca de la región. Como se mencionó, opera a través de una serie de formatos, como supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar, centros comerciales y tiendas por departamento.</p> <p>Sus oficinas centrales están emplazadas en Chile y cuenta con operaciones Argentina, Brasil, Colombia y Perú.</p> <p>Para complementar su actividad principal Cencosud se ha involucrado en el negocio inmobiliario en Chile, Argentina, Perú y Colombia con 54 centros comerciales que representan 2.026.942 m<sup>2</sup> de superficie bruta factible de arrendar a terceros al 31 de diciembre de 2017.</p> <p>De igual manera, Cencosud maneja una variedad de soluciones financieras a sus clientes como tarjetas de crédito, préstamos de consumo y otros servicios.</p>
<p>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</p>	<p>Retail</p>
<p>Negocios en que se encuentra <sup>(1)</sup></p>	<p>Datos a diciembre 2017 CENCOSUD (EBITDA: CLP \$702.852MM)</p> <p>Supermercados (EBITDA: \$302.226 (43%))</p> <p>Centros Comerciales (EBITDA: \$161.656 (23%))</p> <p>Mejoramiento del hogar (EBITDA: \$105.428 (15%))</p> <p>Servicios financieros (EBITDA: \$84.342 (12%))</p> <p>Tiendas por departamentos (EBITDA: \$49.200 (7%))</p> <p><sup>(1)</sup> Memoria anual Cencosud 2017</p>

Nombre de la Empresa	<b>S.A.C.I. Falabella</b>
Ticker o Nemo-técnico	FALABELLA
Clase de Acción	A
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Falabella es una de las compañías de Retail más preponderantes de América latina. Falabella cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil.</p> <p>Cuenta con 5 áreas de negocios: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria.</p> <p>En lo relacionado a tiendas por departamento es uno de los líderes en cada país donde opera, situación similar ocurre con mejoramiento del hogar, donde es uno de líderes en los mercados de Chile, Perú y Colombia. Adicionalmente, es el principal emisor de tarjetas de crédito en nuestro país y Perú.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail
Negocios en que se encuentra <sup>(2)</sup>	<p><b>Datos a diciembre 2017 (EBITDA: CLP \$1.213.960MM)</b></p> <p><b>Chile</b></p> <p>Supermercados (EBITDA: \$ 32.986 (3%))</p> <p>Banco Falabella Chile (EBITDA: \$ 82.269 (7%))</p> <p>Mejoramiento del hogar (EBITDA: \$ 142.112 (12%))</p> <p>Promotora CMR (EBITDA: \$ 190.530 (16%))</p> <p>Tiendas por departamentos (EBITDA: \$111.586 (9%))</p>





### 3.4. Antecedentes financieros Grupo Éxito

Grupo Éxito, no presenta financiamiento vía bonos al 30 de septiembre de 2018. La última información obtenida referente a este tema data de un instrumento emitido el 05 de mayo de 2005 con vencimiento a igual día y mes de 2015 por 150.000 millones de pesos colombianos (Bono calificación AAA (Col) con un tasa de interés de IPC+7,5%.)

#### 3.4.1. Estados Financieros de Almacenes Éxito

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Activo corriente</b>					sep-18
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.953.938	10.068.717	6.117.844	5.281.618	2.819.814
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuen	202.309	3.326.474	1.130.394	1.172.458	1.268.293
Gastos pagados por anticipado	27.012	166.892	119.733	145.761	157.219
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	52.862	63.251	57.766	230.611	73.051
Inventarios	1.244.231	8.702.015	5.778.173	5.912.514	5.776.542
Activo por impuestos	93.877	1.100.323	875.185	722.658	389.076
Otros activos financieros	25.119	445.365	113.142	11.588	88.962
Otros activos no financieros	0	21.698	15.977	30.000	0
Activos no corrientes mantenidos para la ven	6.740	0	18.429.787	20.452.803	16.128.412
<b>Total activo corriente</b>	<b>4.606.088</b>	<b>23.894.735</b>	<b>32.638.001</b>	<b>33.960.011</b>	<b>26.701.369</b>
<b>Activo no corriente</b>					
Propiedades planta y equipo neto	3.005.793	11.951.037	12.256.656	12.505.418	10.694.519
Propiedades de inversión neto	754.775	1.083.600	1.843.593	1.496.873	1.460.440
Plusvalía neto	1.592.133	6.522.208	5.618.492	5.559.953	4.884.543
Activos intangibles distintos de la plusvalía ne	82.070	3.706.065	5.663.422	5.544.031	4.574.060
Inversiones contabilizadas utilizando el métod	1.052.157	304.102	1.068.087	817.299	676.782
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuen	16.681	591.960	586.485	667.920	548.348
Gastos pagados por anticipado	12.919	57.576	60.488	43.940	52.651
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	0	245.987	15.684	22.483	24.399
Activo por impuesto diferido	28.719	524.828	1.456.866	1.553.715	1.766.631
Activo por impuestos	0	1.941.626	581.947	1.575.743	1.973.327
Otros activos financieros	147.100	1.134.331	690.842	767.763	730.927
Otros activos no financieros	398	398	398	398	398
<b>Total activo no corriente</b>	<b>6.692.745</b>	<b>28.063.718</b>	<b>29.842.960</b>	<b>30.555.536</b>	<b>27.387.025</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>11.298.833</b>	<b>51.958.453</b>	<b>62.480.961</b>	<b>64.515.547</b>	<b>54.088.394</b>
<b>Pasivo corriente</b>					
Pasivos financieros	7.917	3.922.558	2.963.111	1.906.774	2.400.092
Provisiones por beneficios a los empleados	5.420	4.141	3.276	3.464	5.406
Otras provisiones	50.796	62.919	36.545	29.329	34.680
Cuentas comerciales por pagar y otras cuent	2.646.415	18.336.741	11.537.028	12.665.749	8.570.090
Cuentas por pagar a partes relacionadas	63.827	688.637	230.303	202.274	238.532
Pasivo por impuestos	107.823	899.029	303.418	289.376	201.846
Otros pasivos financieros	158.085	32.602	805.413	645.311	499.455
Otros pasivos no financieros	79.361	849.766	382.297	275.210	179.179
Pasivos no corrientes mantenidos para la ven	0	0	14.592.207	16.271.760	12.453.523
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>3.119.644</b>	<b>24.796.393</b>	<b>30.853.598</b>	<b>32.289.247</b>	<b>24.582.803</b>
<b>Pasivo no corriente</b>					
Pasivos financieros	36.416	6.707.561	4.354.879	4.070.129	4.916.330
Provisiones por beneficios a los empleados	42.775	41.231	26.872	28.538	28.538
Otras provisiones	13.214	1.124.682	2.706.629	2.457.220	2.043.537
Cuentas comerciales por pagar y otras cuent	572	34.189	42.357	47.831	18.492
Cuentas por pagar a partes relacionadas	0	12.704	12.733	10.122	0
Pasivo por impuestos diferidos	54.858	1.206.422	2.965.586	3.004.467	2.860.886
Pasivo por impuestos	0	455.355	502.452	521.870	371.939
Otros pasivos financieros	0	714.079	1.835.159	2.302.008	3.036.212
Otros pasivos no financieros	51.588	1.036.782	69.487	51.761	9.992
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>199.423</b>	<b>11.333.005</b>	<b>12.516.154</b>	<b>12.493.946</b>	<b>13.285.926</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>3.319.067</b>	<b>36.129.398</b>	<b>43.369.752</b>	<b>44.783.193</b>	<b>37.868.729</b>
<b>Patrimonio de los accionistas</b>	<b>7.979.766</b>	<b>15.829.055</b>	<b>19.111.209</b>	<b>19.732.354</b>	<b>16.219.665</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO DE LOS</b>	<b>11.298.833</b>	<b>51.958.453</b>	<b>62.480.961</b>	<b>64.515.547</b>	<b>54.088.394</b>

Tabla n°1: Estado de Situación Financiera Consolidada 2014 – 2018 (3T)

Fuente: Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))

(En millones de pesos colombianos)

	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)
Ingresos Operacionales	10.484.822	33.402.211	51.639.433	56.442.803	39.370.408
Costo de Ventas	-7.855.400	-25.147.776	-39.099.555	-42.412.180	-29.712.199
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>2.629.422</b>	<b>8.254.435</b>	<b>12.539.878</b>	<b>14.030.623</b>	<b>9.658.209</b>
Gastos de distribución	-1.009.657	-3.309.466	-5.149.537	-5.675.867	-4.059.500
GAV	-198.829	-517.471	-615.103	-695.703	-542.615
Gastos por beneficios a los empleados	-803.649	-2.922.013	-4.771.428	-5.074.812	-3.423.944
Otros Ingresos Operativos	13.985	44.836	24.957	111.606	77.013
Otros Gastos Operativos	-27.147	-248.383	-396.438	-288.275	-146.922
Otras (pérdidas) ganancias, netas	1.192	54.869	-54.058	-276.009	-38.441
<b>Ganancia por actividades de operación</b>	<b>605.317</b>	<b>1.356.807</b>	<b>1.578.271</b>	<b>2.131.563</b>	<b>1.523.800</b>
Ingresos financieros	211.332	1.224.071	482.357	420.035	366.657
Gastos financieros	-154.970	-1.628.308	-1.744.110	-1.540.773	-1.024.153
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos	30.104	18.359	63.752	-36.037	-29.285
<b>Ganancia antes del impuesto a las ganancias por operaciones c</b>	<b>691.783</b>	<b>970.929</b>	<b>380.270</b>	<b>974.788</b>	<b>837.019</b>
Gasto por impuestos	-179.750	-398.428	-167.814	-259.918	-185.366
<b>Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas</b>	<b>512.033</b>	<b>572.501</b>	<b>212.456</b>	<b>714.870</b>	<b>651.653</b>
(Pérdida) neta del ejercicio por operaciones discontinuadas	-2.703	-994	-834.851	356.196	132.453
<b>(Pérdida) ganancia neta del ejercicio</b>	<b>509.330</b>	<b>571.507</b>	<b>-622.395</b>	<b>1.071.066</b>	<b>784.106</b>

**Tabla n°2:** Estado Consolidados dos 2014 – 2018 (3T)

**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))

(En millones de pesos colombianos)

## 4. Estructura de Capital de la Empresa

### 4.1. Deuda Financiera

Para realizar el cálculo de la deuda financiera del Grupo Éxito, se tomaron como guía las Notas a los Estados Financieros correspondientes a los rubros “Deuda Financiera, neta” y “Otros pasivos financieros”.

#### 4.1.2. Pasivos Financieros

	2014	2015	2016	2017	2018*
Sobregiros	53	-	-	26.694	31.362
Préstamos bancarios	1.376	10.074.277	6.726.427	5.321.767	6.776.990
Opción de venta	-	310.323	364.867	426.479	367.831
Arrendamientos financieros	41.830	233.609	216.591	190.567	123.875
Cartas de crédito	1.074	8.726	10.105	11.396	16.364
Venta de Cartera	-	3.184	-	-	-
<b>Total</b>	<b>44.333</b>	<b>10.630.119</b>	<b>7.317.990</b>	<b>5.976.903</b>	<b>7.316.422</b>

#### 4.1.3. Otros Pasivo Financiero

Bonos emitidos	152.441	744.330	1.788.198	2.719.707	3.407.072
Recaudos recibidos para terceros	-	-	96.283	132.050	112.374
Instrumentos financieros derivados designados como instrumentos de cobertura	-	-	250.458	78.992	12.974
Instrumentos financieros derivados	5.644	2.351	17.608	16.570	3.247
Papeles comerciales	-	-	488.025	-	-
<b>Total</b>	<b>158.085</b>	<b>746.681</b>	<b>2.640.572</b>	<b>2.947.319</b>	<b>3.535.667</b>
<b>Deuda Financiera Calculada</b>	<b>195.700</b>	<b>11.052.216</b>	<b>9.219.241</b>	<b>8.258.735</b>	<b>10.339.299</b>
	2014	2015	2016	2017	2018*
Deuda Financiera	195.700	11.052.216	9.219.241	8.258.735	10.339.299
Gasto en Intereses	43.425	635.145	1.131.452	926.078	494.774
% Interés estimado	22,2%	5,7%	12,3%	11,2%	4,8%

**Tabla nº 3:** Deuda financiera de Almacenes Éxito  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
 (En millones de pesos colombianos)

## 4.2. Patrimonio Económico de la empresa

El valor del Patrimonio Económico de Éxito, surge valorización del número de acciones por el precio de la misma a cada cierre de año (31 diciembre)

Ítem	2014	2015	2016	2017	2018*
Nº acciones	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316	448.240.151
Precio acción	29.200	13.500	14.900	16.560	14.580
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>13.070.046.027.200</b>	<b>6.042.658.266.000</b>	<b>6.669.304.308.400</b>	<b>7.412.327.472.960</b>	<b>6.535.341.401.580</b>

**Tabla nº 4:** Patrimonio Económico de Éxito  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
 (En pesos colombianos)

### 4.3. Estructura de Capital objetiva (Resumen)

Para este resumen, es necesario mencionar que el **valor de la empresa (V)** corresponde a la sumatoria de la **deuda financiera** y el **patrimonio económico**. Este último ítem resulta de la multiplicación del valor de la acción por la cantidad de las acciones con corte a septiembre 30 de 2018 (como se mencionó con antelación).

ítem MM\$	2014	2015	2016	2017	2018*
B	195,700	11,052,216	9,219,241	8,258,735	10,339,299
P	12,891,004	6,042,658	6,669,304	7,331,759	6,633,954
V	13,086,704	17,094,874	15,888,545	15,590,494	16,973,253

Razón	2014	2015	2016	2017	2018*	Promedio
B/V	1.50%	64.65%	58.02%	52.97%	60.92%	57.30%
P/V	98.50%	35.35%	41.98%	47.03%	39.08%	42.70%
B/P	1.52%	182.90%	138.23%	112.64%	155.85%	134.22%

**Tabla nº 5:** Estructura de Capital Objetiva  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
(En pesos colombianos)

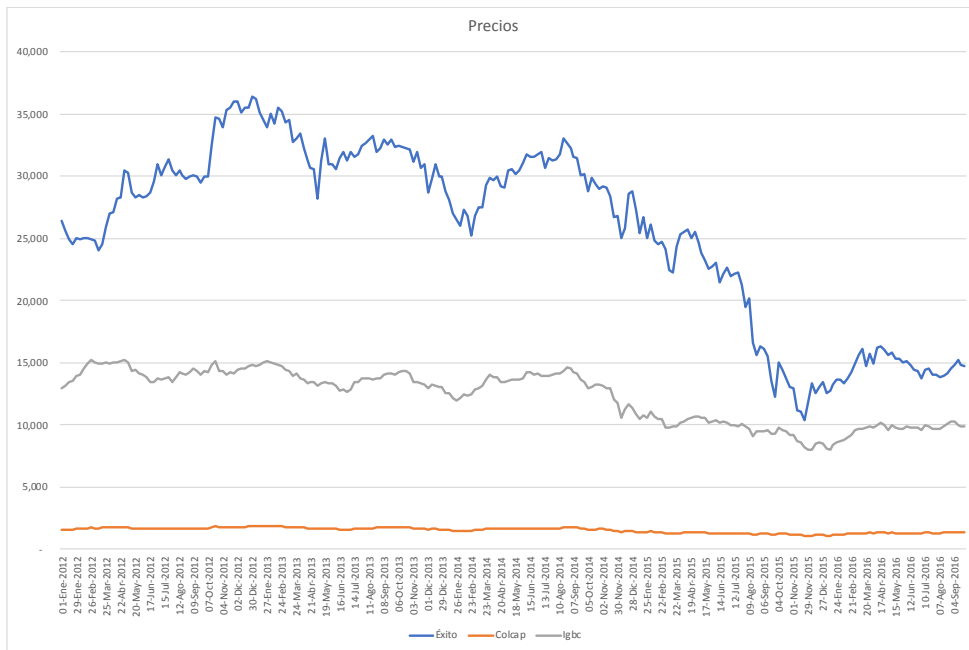
### 4.4. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

#### 4.4.1. Beta de la Acción

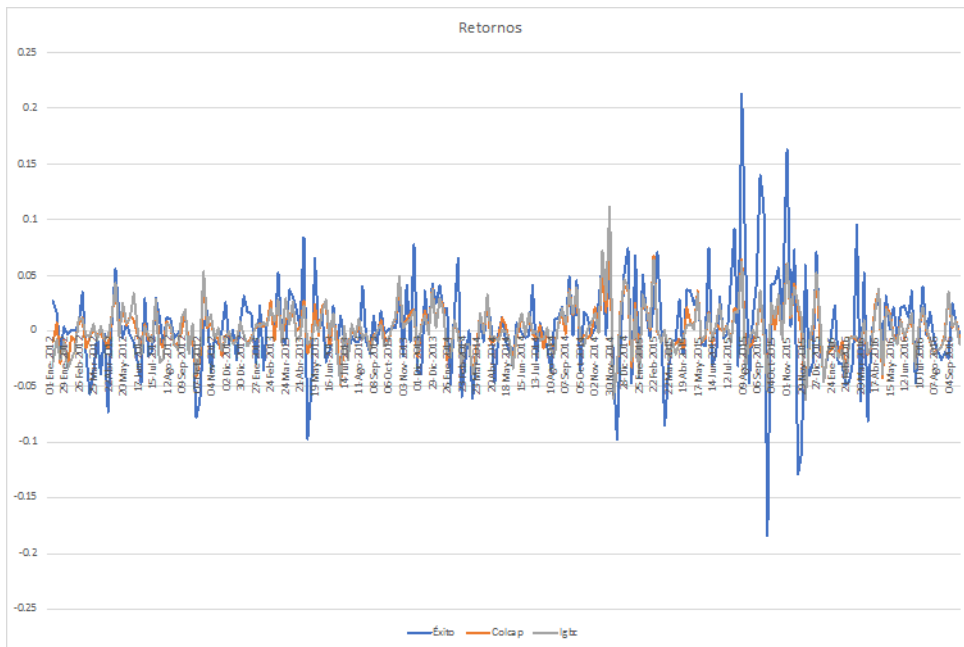
Con el fin de medir el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción determinada con respecto a la rentabilidad promedio del "mercado" en que se transa, calculamos el **beta de la acción**. Cabe señalar que cuanto más volátil es una acción con respecto al índice del mercado, de igual manera su 'riesgo de mercado' será mayor.

Para el cálculo del beta de la acción se descargaron los precios de la acción de Almacenes Éxito y de un índice bursátil COLCAP.

## Evolución precio de la acción Éxito



**Figura nº 4:** Evolución precio de la acción de la empresa Éxito  
**Fuente:** web Grupo Éxito  
 (En pesos colombianos)



**Figura nº 5:** Evolución retornos de la acción de la empresa Éxito  
**Fuente:** web Grupo Éxito  
 (En pesos colombianos)

#### 4.4.2. Costo de la Deuda (Kd)

Dado que Almacenes Éxito no tiene emisión de bono vigente para el año 2018, se utilizará una aproximación que consiste en el promedio aritmético de los años 2015 a 2017 de los gastos financieros dividido en algunos ítems de Pasivos Financieros corrientes y no corrientes más otros pasivos financieros corrientes y no corrientes, como se muestran en la siguiente tabla:

	2014	2015	2016	2017	2018*
Deuda Financiera	195,700	11,052,216	9,219,241	8,258,735	10,339,299
Gasto en Intereses	43,425	635,145	1,131,452	926,078	494,774
% Interés estimado	22.2%	5.7%	12.3%	11.2%	4.8%

**Tabla nº 6:** Costo de la Deuda  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T)\*)  
(En pesos colombianos)

Dada la tabla anterior, se estima que el costo de la deuda es de aproximadamente un 9,7443%.

El objetivo de utilizar el promedio aritmético comprendido entre 2015 a 2017, consiste principalmente en que son períodos completos de actividad y además el grupo se encuentra con operaciones en Brasil.

#### 4.4.3. Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )

En base al costo de la deuda del supuesto anterior y utilizando el modelo CAPM se procederá a calcular el beta de la deuda:

$$K_b = 9,74\%$$

$$R_f = 7,12\%$$

$$PRM = 7,39\%$$

$$K_b = r_f + PRM * \beta_d$$

$$9,74\% = 7,12\% + 7,39\% * \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{(9,74\% - 7,12\%)}{7,39\%}$$

$$\beta_d = 0,355381$$

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

Utilizando dos años de retornos semanales, se procedió a calcular el Beta de la acción para los períodos 2016 a 2018 (considera los retornos semanales desde Oct-2014 a Sep-2018) contra el índice bursátil Colcap. Por lo tanto, el Beta que se utilizará para desapalancar corresponderá al promedio calculado.

Colcap	2016	2017	2018
Beta de la Acción c/d	1.23327457	1.15615216	0.66936702
p-value (significancia)	3.12E-14	9.80E-08	5.05E-06
Presencia Bursátil (%)	100.00%	100.00%	100.00%
Beta de la Acción s/d	0.77441755	0.78572659	0.51952856

**Tabla n° 7:** Beta acción ( $\beta_p^{c/d}$ )  
Fuente: Elaboración propia

Como muestra la tabla anterior, utilizando la misma metodología para el cálculo del beta de la acción para cada año, se aprecia que para el año 2018 disminuye, esto se explica porque el precio de la acción del grupo Éxito ha disminuido en los últimos meses, lo que provoca retornos negativos, mientras que los retornos del índice Colcap han aumentado, es por ello que la relación entre los retornos de la acción y el índice está dejando de ser uno a uno como en años anteriores.

#### 4.4.5. Beta Patrimonial sin Deuda ( $\beta_p^{s/d}$ )

La estructura de capital que se utilizará para desapalancar el Beta patrimonial estimado en el punto anterior, corresponde al promedio de los períodos 2016 a 2018, esto porque el Beta estimado comprende esta ventana.

Por otra parte, la tasa de impuestos a utilizar será el promedio comprendido entre los períodos 2016 a 2018 (31%)

ítem MMS	2014	2015	2016	2017	2018*
B	195.700	11.052.216	9.219.241	8.258.735	10.339.299
P	12.891.004	6.042.658	6.669.304	7.331.759	6.633.954
V	13.086.704	17.094.874	15.888.545	15.590.494	16.973.253

Razón	2014	2015	2016	2017	2018*	Promedio	Objetivo
B/V	1,495%	64,652%	58,024%	52,973%	60,915%	57,304%	55,499%
P/V	98,505%	35,348%	41,976%	47,027%	39,085%	42,696%	44,501%
B/P	1,518%	182,903%	138,234%	112,643%	155,854%	134,215%	124,712%
Tc	26,0%	41,0%	44,1%	26,7%	22,1%	31%	

\* Septiembre 2018

**Tabla n° 8:** Estructura de Capital Objetiva (2)  
Fuente: Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
(En pesos colombianos)



Dado que el costo de la deuda es mayor que la tasa libre de riesgo, se utilizará Rubinstein para desapalancar el Beta estimado.

$$\beta_p^{c/d} = 0,66937$$

$$\beta_d = 0,355381$$

$$B/P = 134,22\%$$

$$K_b = 9,74\%$$

$$T_c = 31\%$$

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left(1 + (1 - tc) * \frac{B}{P}\right) - \beta_d * (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$$0,66937 = \beta_p^{s/d} * (1 + (1 - 31\%) * 134,22\%) - 0,355381 * (1 - 31\%) * 134,22\%$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,66937 + 0,355381 * (1 - 31\%) * 134,22\%}{(1 + (1 - 31\%) * 134,22\%)}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,51953$$

#### 4.4.6. Beta Patrimonial con Deuda ( $\beta_p^{c/d}$ )

Una vez calculado el Beta Patrimonial sin deuda, se procederá a apalancar el Beta con la estructura de capital de 2018. Así mismo, la tasa de impuesto a utilizar corresponde al promedio de la tasa de impuesto desde 2018 a 2022.

$$\beta_p^{s/d} = 0,51838$$

$$\beta_d = 0,355381$$

$$B/P = 124,71\%$$

$$K_b = 9,74\%$$

$$T_c = 33,8\%$$

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left(1 + (1 - tc) * \frac{B}{P}\right) - \beta_d * (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,51953 * (1 + (1 - 33,8\%) * 124,71\%) - 0,355381 * (1 - 33,8\%) * 124,71\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,65505$$

#### 4.4.7. Costo Patrimonial ( $K_p$ )

Una vez obtenido el Beta Patrimonial con Deuda y utilizando el modelo CAPM, se procederá a calcular el Costo Patrimonial de una empresa con deuda:

$$\beta_p^{c/d} = 0,65294$$

$$R_f = 7,12\%$$

$$PRM = 7,39\%$$

$$K_p = R_f + PRM * \beta_p^{c/d}$$

$$K_p = 7,12\% + 7,39\% * 0,65294$$

$$K_p = 11,94\%$$

#### 4.4.8. Costo de Capital Promedio Ponderado Wacc ( $K_0$ )

Utilizando los datos anteriormente calculados, ahora se procederá a calcular la tasa Wacc, la que se utilizará posteriormente para descontar los flujos de caja libre proyectados:

$$P/V = 44,5\%$$

$$B/V = 55,5\%$$

$$T_c = 33,8\%$$

$$K_b = 9,74\%$$

$$K_p = 11,94\%$$

$$K_0 = K_p \left( \frac{P}{V} \right) + K_b (1 - t_c) \left( \frac{B}{V} \right)$$

$$K_0 = 11,94\% * 44,5\% + 9,74\% * (1 - 33,8\%) * 55,5\%$$

$$K_0 = 8,90\%$$

## 9. Valoración de la Empresa por Múltiplos

En este método se utilizarán las empresas que anteriormente definimos como Benchmark del Grupo Éxito (Cencosud y Falabella), que debido a que poseen similitudes en múltiples aspectos de negocio y además actúan en mercados similares.

Para esta valoración es necesario anualizar los valores, esto ya que la información que se tiene considera solo hasta septiembre 2018 y por lo tanto no contiene la estacionalidad de un año de funcionamiento, esto se ve reflejado principalmente en que los mayores ingresos para la industria del Retail provienen del mes de diciembre dada las festividades de navidad y año nuevo. A continuación se muestra el proceso de anualización de las Ventas, Ganancias, EBITDA, EBIT, Depreciación y Amortización:

GRUPO ÉXITO MM\$	Ene16-Sep16	Ene16-Dic16	Ene17-Sep17	Ene17-Dic17	Ene18-Sep18	Oct16-Sep17	Oct17-Sep18
Ventas	36,668,832	51,606,955	40,713,177	56,442,803	39,370,408	55,651,300	55,100,034
Ganancia	- 833,766	- 622,395	519,618	1,071,066	784,106	730,989	1,335,554
EBITDA	1,620,780	2,294,508	2,082,602	2,944,483	2,240,665	2,756,330	3,102,546
EBIT	973,743	1,578,271	1,332,230	2,131,563	1,523,800	1,936,758	2,323,133
Dep+Amort	647,037	716,237	750,372	812,920	716,865	819,572	779,413

CENCOSUD M\$	Ene16-Sep16	Ene16-Dic16	Ene17-Sep17	Ene17-Dic17	Ene18-Sep18	Oct16-Sep17	Oct17-Sep18
Ventas	7,482,045,418	10,333,001,434	7,607,136,401	10,456,987,206	6,690,258,611	10,458,092,417	9,540,109,416
Ganancia	230,345,100	387,797,470	120,580,809	440,135,976	50,443,444	278,033,179	369,998,611
EBITDA	652,500,459	1,041,578,762	552,501,536	1,067,464,813	481,839,991	941,579,839	996,803,268
EBIT	489,425,769	813,865,343	372,013,411	825,410,527	317,651,748	696,452,985	771,048,864
Dep+Amort	163,074,690	227,713,419	180,488,125	242,054,286	164,188,243	245,126,854	225,754,404

FALABELLA M\$	Ene16-Sep16	Ene16-Dic16	Ene17-Sep17	Ene17-Dic17	Ene18-Sep18	Oct16-Sep17	Oct17-Sep18
Ventas	5,707,941,211	7,898,301,784	5,909,189,615	8,242,645,263	6,121,405,241	8,099,550,188	8,454,860,889
Ganancia	422,712,507	594,669,138	303,850,379	480,410,098	306,564,817	475,807,010	483,124,536
EBITDA	793,477,386	1,138,930,664	699,907,332	1,045,505,993	719,512,503	1,045,360,610	1,065,111,164
EBIT	644,211,958	936,752,277	535,338,071	823,039,888	536,722,567	827,878,390	824,424,384
Dep+Amort	149,265,428	202,178,387	164,569,261	222,466,105	182,789,936	217,482,220	240,686,780

**Tabla nº 9:** Valores para la Industria (Valoración por múltiplos)

**Fuente:** Elaboración propia

La lógica utilizada para obtener los valores anualizados en la ventana de Octubre-16 a Septiembre-17 consiste en restar a las ventas comprendidas entre Enero-16 a Diciembre-16 las ventas obtenidas desde Enero-16 a Septiembre-16, de este modo se obtienen las ventas comprendidas entre Octubre-16 a Diciembre-16, posteriormente, este resultado se suma a las ventas de la ventana comprendida entre Enero-17 a Septiembre-17, de esta manera se obtienen 12 meses de comportamiento. Ésta lógica se utilizó para todos los ítems mostrados en la tabla anterior y que se usarán en la siguiente valoración.

El resumen de los múltiplos utilizados se detalla a continuación:

### 9.1. Valores para los Benchmark

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017	2018	PROMEDIO
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	20,52	14,40	17,46
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	10,76	9,31	10,04
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	14,13	12,10	13,11
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,72	1,50	1,61
	VALUE TO BOOK RATIO	1,42	1,28	1,35
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,85	0,69	0,77
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,14	1,01	1,07

**Tabla nº 10:** Valores para la Industria (Valoración por múltiplos)

Fuente: Elaboración propia

#### 9.1.1. Éxito

ÉXITO	MÚLTIPLOS	2017	2018
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	9,47	4,97
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	4,99	4,56
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	7,10	6,09
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,89	1,03
	VALUE TO BOOK RATIO	0,95	1,01
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,12	0,12
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	0,25	0,26

**Tabla nº 11:** Valores para Éxito (Valoración por múltiplos)

Fuente: Elaboración propia

#### 9.1.2. Cencosud

CENCOSUD	MÚLTIPLOS	2017	2018
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	20,15	12,01
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	9,26	7,72
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	12,52	9,98
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,42	1,18
	VALUE TO BOOK RATIO	1,23	1,09
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,54	0,47
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	0,83	0,81

**Tabla nº 12:** Valores para Cencosud (Valoración por múltiplos)

Fuente: Elaboración propia

### 9.1.3. Falabella

FALABELLA	MÚLTIPLOS	2017	2018
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	31,94	26,22
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	18,03	15,65
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	22,77	20,22
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,85	2,30
	VALUE TO BOOK RATIO	2,07	1,74
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,88	1,50
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,33	1,97

**Tabla nº 13:** Valores para Falabella (Valoración por múltiplos)

**Fuente:** Elaboración propia

### 9.1.4. Indicadores para la empresa valorada

ÉXITO	2017,09	2018,09
Market price per share	15.460,00	14.800,00
Número de acciones	447.604.316	448.240.151
Earnings per share	1.633,11	2.979,55
Earnings MM\$	730.989	1.335.554
Market value of equity MM\$	6.919.963	6.633.954
Market value of debt MM\$	8.890.412	10.339.299
EV MM\$	15.810.375	16.973.253
Cash MM\$	2.059.010	2.819.814
Revenues MM\$	55.651.300	55.100.034
Ebitda MM\$	2.756.330	3.102.546
Depre+Amort MM\$	819.572	779.413
Ebit MM\$	1.936.758	2.323.133
Book value of Asset MM\$	57.234.833	54.088.394
Book value of equity MM\$	7.751.439	6.418.222
Book value of debt MM\$	8.890.412	10.339.299

**Tabla nº 14:** Indicadores Grupo Éxito S.A. (Valoración por múltiplos)

**Fuente:** Elaboración propia

### 9.1.5. Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria

TIPO DE MÚLTIPLO	ESTIMADO	Valor de Empresa	Patrimonio MM\$	Precio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	52.017
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	31.137.402	20.798.103	46.399
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	23.315.150	12.975.851	28.948
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	10.342.220	23.073
	VALUE TO BOOK RATIO	22.603.778	12.264.479	27.361
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	42.432.281	94.664
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	59.172.634	48.833.335	108.945

**Tabla nº 15:** Valores de Grupo Éxito S.A. en base a múltiplos de la Industria

**Fuente:** Elaboración propia

Dónde:

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

**Tabla nº 38:** Nomenclatura y definiciones de cada Múltiplo

**Fuente:** Elaboración propia

CENCOSUD	2017,09	2018,09
Market price per share	1.956,60	1.552,50
Número de acciones	2.862.608.197	2.863.129.447
Earnings per share	97,13	129,23
Earnings M\$	278.033.179	369.998.611
Market value of equity M\$	5.600.979.198	4.445.008.466
Market value of debt M\$	3.267.020.781	3.372.953.723
EV M\$	8.867.999.979	7.817.962.189
Cash M\$	145.653.012	124.118.212
Revenues M\$	10.458.092.417	9.540.109.416
Ebitda M\$	941.579.839	996.803.268
Depre+Amort M\$	245.126.854	225.754.404
Ebit M\$	696.452.985	771.048.864
Book value of equity M\$	3.952.190.921	3.782.447.351
Book value of debt M\$	3.267.020.781	3.372.953.723

**Tabla nº 16:** Valores Cencosud

**Fuente:** Elaboración propia

<b>FALABELLA</b>	<b>2017,09</b>	<b>2018,09</b>
Market price per share	6.241,90	5.203,30
Número de acciones	2.434.465.103	2.434.465.103
Earnings per share	195,45	198,45
Earnings M\$	475.807.010	483.124.536
Market value of equity M\$	15.195.687.726	12.667.252.270
Market value of debt M\$	3.864.211.382	4.208.861.908
EV M\$	19.059.899.108	16.876.114.178
Cash M\$	208.937.655	206.510.514
Revenues M\$	8.099.550.188	8.454.860.889
Ebitda M\$	1.045.360.610	1.065.111.164
Depre+Amort M\$	217.482.220	240.686.780
Ebit M\$	827.878.390	824.424.384
Book value of equity M\$	5.336.735.171	5.502.158.844
Book value of debt M\$	3.864.211.382	4.208.861.908

**Tabla nº 17:** Valores Falabella

**Fuente:** Elaboración propia

<b>ÉXITO</b>	<b>2017,09</b>	<b>2018,09</b>
Market price per share	15.460,00	14.800,00
Número de acciones	447.604.316	448.240.151
Earnings per share	1.633,11	2.979,55
Earnings MM\$	730.989	1.335.554
Market value of equity MM\$	6.919.963	6.633.954
Market value of debt MM\$	8.890.412	10.339.299
EV MM\$	15.810.375	16.973.253
Cash MM\$	2.059.010	2.819.814
Revenues MM\$	55.651.300	55.100.034
Ebitda MM\$	2.756.330	3.102.546
Depre+Amort MM\$	819.572	779.413
Ebit MM\$	1.936.758	2.323.133
Book value of Asset MM\$	57.234.833	54.088.394
Book value of equity MM\$	7.751.439	6.418.222
Book value of debt MM\$	8.890.412	10.339.299

**Tabla nº 18:** Valores ÉXITO

**Fuente:** Elaboración propia

### **9.1.6. Conclusiones para Método por Múltiplos**

El Método de Valoración por Múltiplos entrega una serie de valoraciones en la que el valor de la empresa es comparado con el resultado de la industria, es por ello que no entrega un valor preciso, sin embargo, puede entregar una aproximación, en el caso de la valoración correspondiente al Grupo Éxito, los valores estimados presentan un rango que va desde los \$COP23.073 hasta los COP\$108.945, y comparado con el precio de mercado (COP\$14.800) se aprecia que está muy lejos de lo estimado por el mercado, esta diferencia se produce principalmente porque la “industria” de referencia que se utilizó considera empresas que no tienen una fuerte presencia en Colombia y en Brasil, países de los cuales proviene el 90% de los ingresos del Grupo Éxito.

Sin embargo, múltiplos más cercanos al valor de Éxito son aquellos que utilizan la información contable y de mercado correspondiente al patrimonio, activos y pasivos de la empresa.



## 10. Bibliografía

1. Almacenes Éxito, Memoria anual 2018, Medellín, Colombia
2. Almacenes Éxito, Memoria anual 2017, Medellín, Colombia.
3. Almacenes Éxito, Memoria anual 2016, Medellín, Colombia.
4. Almacenes Éxito, Memoria anual 2015, Medellín, Colombia.
5. Almacenes Éxito, Memoria anual 2014, Medellín, Colombia.
6. Página Web Fondo Monetario Internacional. [www.imf.org](http://www.imf.org)
7. Página Web Comisión Económica para América Latina y el Caribe. [www.cepal.org](http://www.cepal.org).
8. Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000.
9. Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.
10. Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
11. Página Web Grupo Éxito, [www.grupoexito.com/nosotros](http://www.grupoexito.com/nosotros)
12. Cencosud, Memoria anual Cencosud 2017
13. Falabella, Memoria anual Falabella 2017