



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

**MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumnos: Sergio Alvarado Barrientos**

**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 ( $K_d$ )	33
4.4.3. Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )	33

4.4.4. Beta de la Acción ( $\beta_p^{c/d}$ )	34
4.4.5. Beta Patrimonial sin Deuda ( $\beta_p^{s/d}$ )	34
4.4.6. Beta Patrimonial con Deuda ( $\beta_p^{c/d}$ )	35
4.4.7. Costo Patrimonial ( $K_p$ )	36
4.4.8. Costo de Capital Promedio Ponderado Wacc ( $K_0$ )	36
<b>5. Análisis Operacional del Negocio e Industria</b>	<b>37</b>
5.1. Ingresos reales Grupo Éxito	37
5.2. Análisis de Costos de Operación	38
5.3. Análisis de Cuentas no operacionales	40
5.4. Análisis de Activos	40
<b>6. Proyección de Estado de Resultados Almacenes Éxito 2018 – 2022</b>	<b>43</b>
6.1. Proyección de ingresos de actividades ordinarias	43
6.1.1. Perspectivas económicas del FMI y Banco Mundial	44
6.1.2. Crecimiento de la Industria	47
6.1.3. Proyección de Costos y Gastos	51
6.1.4. Estado de Resultado proyectado	51
<b>7. Proyección de Flujos de Caja Libre</b>	<b>52</b>
7.1. Flujo de Caja Bruto	52
7.2. Ajustes al EERR	53
7.2.1. Inversión de Reposición	53
7.2.2. Nuevas Inversiones (activo fijo)	53
7.2.3. Capital de Trabajo Neto (CTON)	53
7.2.4. Aumentos o disminuciones de capital de trabajo	54

7.2.5. Déficit o exceso de capital de trabajo	54
7.2.6. Activos prescindibles Grupo Éxito	54
<b>8. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción</b>	<b>55</b>
8.1. Costo promedio ponderado de capital	56
8.2. Valor Económico del Patrimonio	56
8.3. Conclusión Valoración FCD	57
<b>10. Bibliografía</b>	<b>58</b>

## Índice de Tablas

Tabla 1 Estado de Situación Financiera Consolidada 2014 – 2018 (3T)	28
Tabla 2 Estado Consolidados 2014 – 2018 (3T)	29
Tabla 3 Deuda financiera de Almacenes Éxito	30
Tabla 4 Patrimonio Económico de Éxito	30
Tabla 5 Estructura de Capital Objetiva	31
Tabla 6 Costo de la Deuda	33
Tabla 7 Beta acción ( $\beta_p^{c/d}$ )	34
Tabla 8 Estructura de Capital Objetiva (2)	34
Tabla 9 Ingresos regionales de Almacenes Éxito	37
Tabla 10 Costos de Operación	39
Tabla 11 Cuentas no Operacionales	40
Tabla 12 Clasificación de Activos	42
Tabla 13 Proyección de Ingresos regionales de Éxito	43
Tabla 14 % de los Ingresos regionales de Éxito	43

Tabla 15 Tasa % de crecimiento real Almacenes Éxito por región geográfica	44
Tabla 16 Variación del PIB real regional según el Banco Mundial	46
Tabla 17 Evolución de la inflación real regional según el Banco Mundial	46
Tabla 18 Variación del PIB nominal regional según el Banco Mundial	47
Tabla 19 Participación por sector PIB colombiano según el Banco Mundial	47
Tabla 20 Participación por sector PIB brasileño según el Banco Mundial	48
Tabla 21 Participación del sector Comercio en el PIB brasileño y colombiano	48
Tabla 22 Proyección de Ingresos Grupo Éxito	50
Tabla 23 % de los Ingresos proyectados regionales de Éxito	50
Tabla 24 Peso % de Costos y Gastos respecto de los Ingresos	51
Tabla 25 Estado de Resultado Proyectado	51
Tabla 26 Ajustes al EERR / Flujo de Caja Bruto	53
Tabla 27 Inversión en Capital de Trabajo Neto	53
Tabla 28 Variación de Capital de Trabajo	54
Tabla 29 Déficit en Capital de Trabajo	54
Tabla 30 Flujo de caja libre + Valor Terminal	55

### **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

Figura 6 Ingresos % regionales de Almacenes Éxito (real y proyectado)	38
Figura 7 Relación entre sector Comercio en el PIB brasileño	48
Figura 8 Relación entre sector Comercio en el PIB colombiano	49
Figura 9 Costo promedio ponderado de capital	56
Figura 10 Valor Económico del Patrimonio - Precio estimado de la acción	56

## **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.

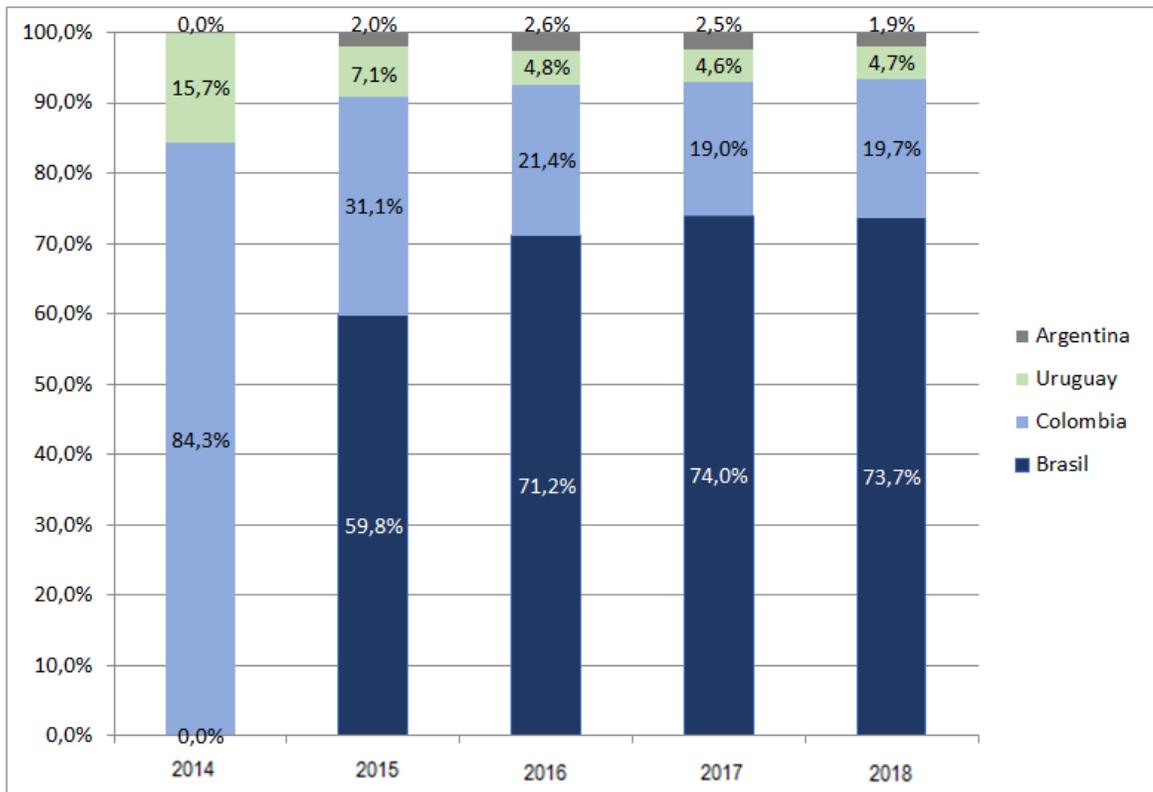
A la fecha, Almacenes Éxito S.A es una de las empresas líderes en el mercado Retail de Colombia, contando con operaciones en Uruguay, Brasil y Argentina. Su principal negocio es la venta al detalle, la cual representa prácticamente la totalidad de sus ingresos, destacando la venta de electrodomésticos,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

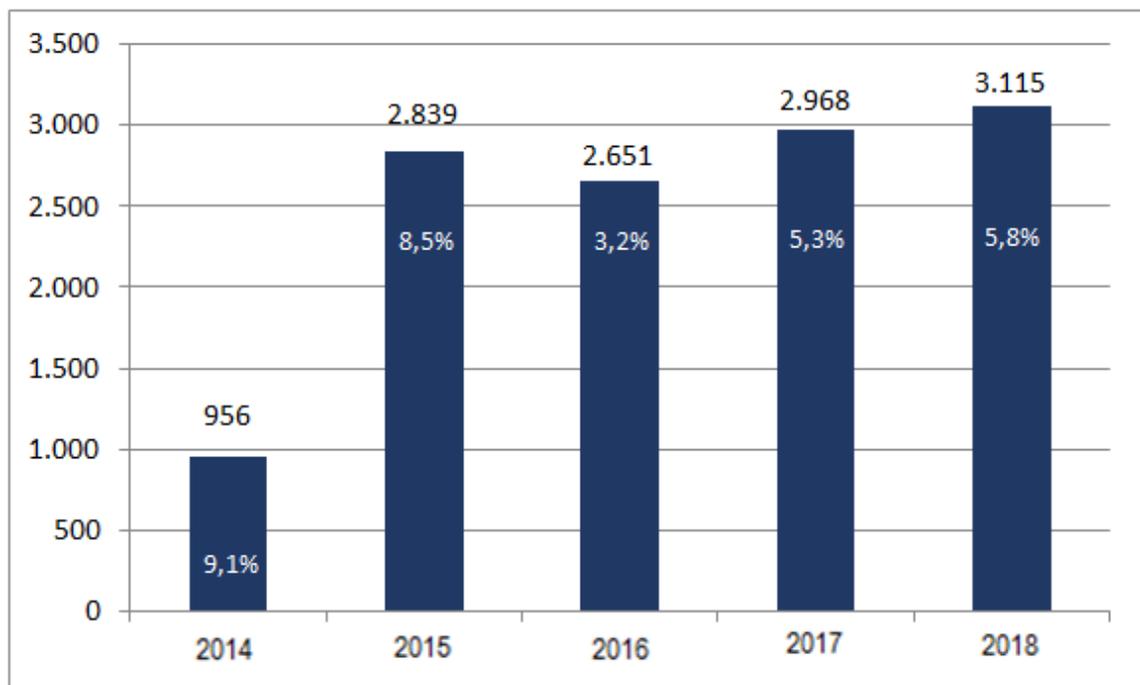
En los últimos años Almacenes Éxito se ha mantenido como líder en Colombia operando con 474 locales solo en Colombia, sin mencionar su participación internacional en los países mencionados, con los cuales alcanza los 1.573 almacenes que representan un total de 2.808.820 m2 en infraestructura.



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>
<b>12 Mayores Accionistas</b> <sup>(1)</sup>	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%
	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

	2014	2015	2016	2017	2018*
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)

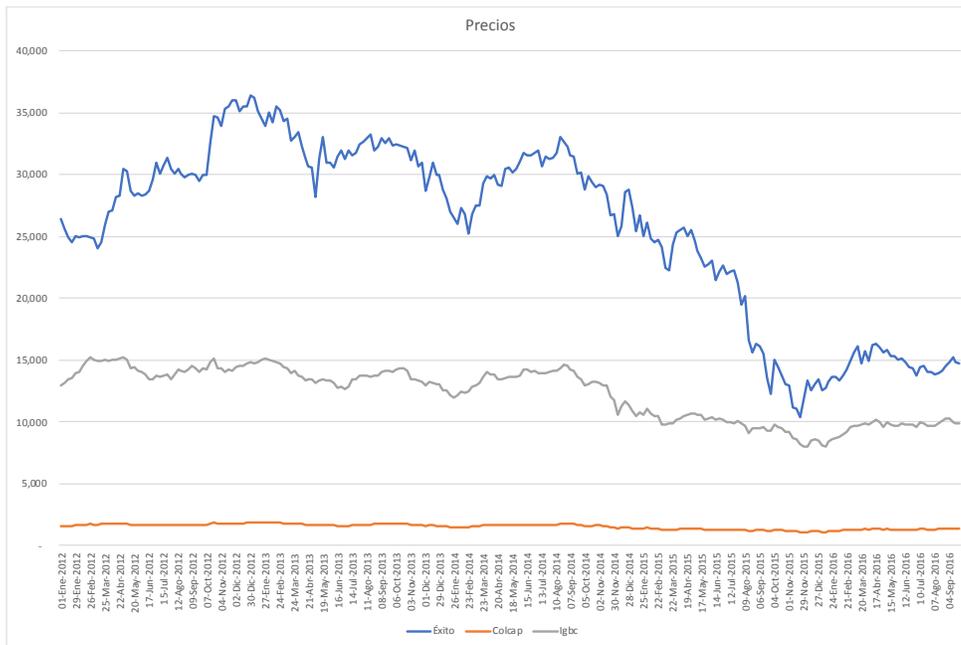
### 4.4. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

#### 4.4.1. Beta de la Acción

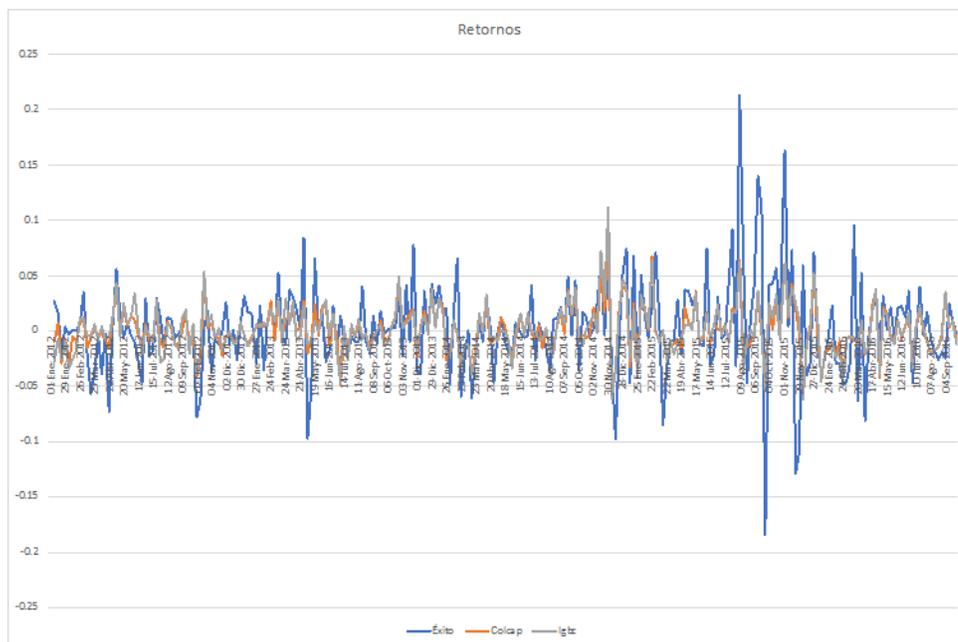
Con el fin de medir el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción determinada con respecto a la rentabilidad promedio del "mercado" en que se transa, calculamos el **beta de la acción**. Cabe señalar que cuanto más volátil es una acción con respecto al índice del mercado, de igual manera 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 nº 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 nº 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.

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

$$\beta_d = 0,355381$$

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

$$K_b = 9,74\%$$

$$Tc = 31\%$$

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

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

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

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

#### 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.

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

$$\beta_d = 0,355381$$

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

$$K_b = 9,74\%$$

$$Tc = 33,8\%$$

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

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

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

#### 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:

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

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

$$Tc = 33,8\%$$

$$K_b = 9,74\%$$

$$K_p = 11,94\%$$

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

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

$$K_0 = 8,90\%$$

## 5. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Para la generación de la Proyección del EERR del Grupo Éxito, se procederá a analizar financieramente el negocio, dadas las características de la industria.

Primeramente, se presenta un detalle de los **Ingresos reales** de la compañía entre los años 2014 y 2017 y desde el 01 de enero hasta el 30 de septiembre de 2018, haciendo la distinción por cada país donde Grupo Éxito tuviese presencia, jerarquizando por orden de relevancia.

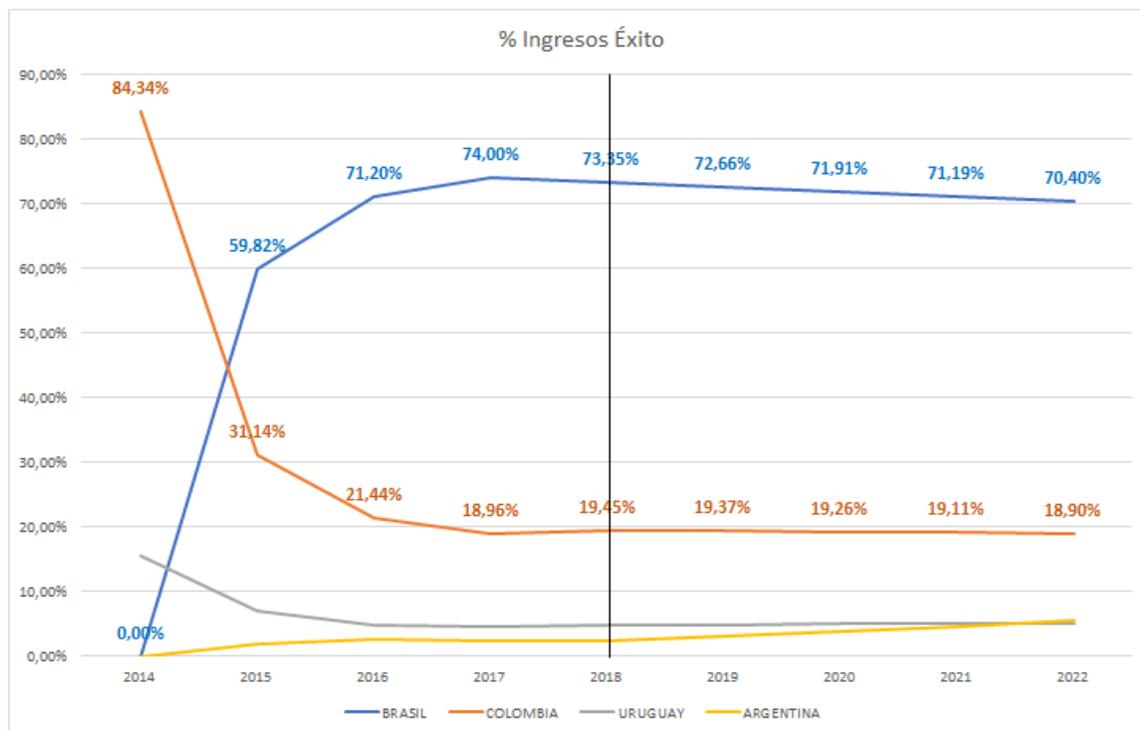
### 5.1. Ingresos reales Grupo Éxito

	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)
<b>BRASIL</b>					
Ingresos Totales Brasil	0	19.980.882	36.767.253	41.765.960	28.879.572
Ingresos Companhia Brasileira de C	0	19.980.882	36.767.253	41.765.960	28.879.572
<b>COLOMBIA</b>					
Ingresos Totales Colombia	8.842.598	10.401.229	11.071.521	10.703.491	7.658.563
Éxito	6.094.598	6.978.492	7.559.029	7.282.529	5.210.859
Carulla	1.233.472	1.493.157	1.570.180	1.584.340	1.096.954
Surtimax + Super Inter	1.370.144	1.676.074	1.647.400	1.514.283	1.013.315
B2B(2) + Other	144.384	253.506	294.912	322.339	337.435
<b>URUGUAY</b>					
Ingresos Totales Uruguay	1.642.223	2.362.401	2.476.064	2.589.761	1.862.951
Ingresos Disco y Devoto	1.642.223	2.362.401	2.476.064	2.589.761	1.862.951
<b>ARGENTINA</b>					
Ingresos Totales Argentina	0	657.699	1.324.595	1.383.591	969.322
Ingresos Libertad	0	657.699	1.324.595	1.383.591	969.322
<b>Total Ingresos Grupo Éxito</b>	<b>10.484.822</b>	<b>33.402.211</b>	<b>51.639.433</b>	<b>56.442.803</b>	<b>39.370.408</b>

% Peso relativo de Ingresos	2014	2015	2016	2017
<b>BRASIL</b>	0,00%	59,82%	71,20%	74,00%
<b>COLOMBIA</b>	84,34%	31,14%	21,44%	18,96%
<b>URUGUAY</b>	15,66%	7,07%	4,79%	4,59%
<b>ARGENTINA</b>	0,00%	1,97%	2,57%	2,45%

**Tabla nº 9:** Ingresos regionales de Almacenes Éxito  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
 (En pesos colombianos)

En relación a los ingresos del Grupo Éxito, es posible apreciar el notable punto de inflexión que mostró la compañía con la incorporación o apertura de las operaciones en Brasil, mostrando en el global, un crecimiento explosivo respecto al 2014, al cerrar el primer año de presencia en el país carioca. Luego, ya para los años siguientes (desde el 2016) las ventas se estabilizan con cifras sobre los COP 50.000MM, mostrando una leve caída en los últimos dos periodos en medición en torno al 3% al llegar al 2018.



**Figura nº 6:** Ingresos % regionales de Almacenes Éxito (real y proyectado)  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
 (En pesos colombianos)

## 5.2. Análisis de Costos de Operación

En lo relacionado a **Costos de Ventas** la información relacionada con ellos está dada por los asociados al costo de mercancías vendidas, el deterioro y las reversiones o pérdidas por deterioro reconocidos en los inventarios.

Tanto los **Gastos de Distribución** como los GAV de la Compañía, han reflejado los esfuerzos por mejorar la productividad optimizando la base laboral y los procesos relacionados con gastos de arrendamientos, logística, transporte, combustibles y

energía, gastos legales, mantenciones y reparaciones, entre otros en el caso de los primeros.

Ahora, respecto de los GAV estos se encuentran representados por valores derivados de honorarios de personal externalizado, gastos por administración de locales, publicidad, gastos por viajes, arrendamiento y mantención de oficinas, depreciación y amortización (para ambos tipos de gastos), etc.

Entre los **Gastos por beneficios a empleados** más significativos podemos mencionar los sueldos y salarios, seguro social, beneficios post-empleo, gastos por beneficios de terminación de servicios, entre otros de diversa relevancia no especificada.

Respecto a **Otros ingresos operativos, otros gastos operativos y otras ganancias netas**, incluyen los efectos de los principales acontecimientos sucedidos durante un determinado período y que distorsionarían el análisis de la rentabilidad recurrente de la Matriz y sus subsidiarias, estas tienen un carácter recurrente y no recurrente, dentro de **los recurrentes** se cuentan las recuperaciones de otras provisiones procesos laborales y civiles, recuperaciones de deterioro de cuentas comerciales por cobrar y de otras provisiones procesos administración, reintegros de costos y gastos por impuestos, entre otras menos significativas. En relación a las **no recurrentes**, contamos entre los principales casos, las recuperaciones de otras provisiones e Ingresos por indemnizaciones por siniestros.

De acuerdo a la información de los Estados Financieros consolidados de Almacenes Éxito S.A., se agruparon los costos de operación de la Empresa de la siguiente forma:

	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)
Costo de Ventas	-7.855.400	-25.147.776	-39.099.555	-42.412.180	-29.712.199
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

**Tabla nº 10:** Costos de Operación  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
(Datos en pesos colombianos)

### 5.3. Análisis de Cuentas no operacionales

Respecto a tener una **mayor recurrencia** dentro de las cuentas no operacionales podemos destacar dentro de los **ingresos financieros** los casos de ganancias por instrumentos financieros derivados, ganancias por diferencia en cambio e ingresos por intereses, efectivo y equivalentes del efectivo.

Ahora en cuanto a **gastos financieros**, tenemos gastos por intereses, préstamos y arrendamientos financieros, pérdidas por instrumentos financieros derivados y pérdidas por diferencia en cambio, entre otras menores.

	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)
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
Gasto por impuestos	-179.750	-398.428	-167.814	-259.918	-185.366
(Pérdida) neta del ejercicio por operaciones discontinuadas	2.703	-994	-834.851	356.196	132.453

**Tabla nº 10:** Cuentas no Operacionales  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
(Datos en pesos colombianos)

### 5.4. Análisis de Activos

#### Activos por impuestos

Entre las cuentas que destacan en esta clasificación podríamos mencionar los activos por otros impuestos corrientes de la subsidiaria Onper Investments, saldos a favor por impuesto de renta de la Matriz y sus subsidiarias colombianas, activos por otros impuestos corrientes de la subsidiaria Spice Investments Mercosur, anticipo y retenciones en la fuente de impuesto de industria y comercio, descuentos tributarios de la Matriz por impuestos pagados en el exterior, entre otras menos significativos.

#### Otros activos financieros

Entre las cuentas que destacan en esta clasificación podríamos mencionar los activos financieros medidos al valor razonable con cambios en resultados, instrumentos financieros derivados designados como instrumentos de cobertura, activos financieros medidos al costo amortizado, Instrumentos financieros derivados, entre otras menos significativos.

### **Otros activos no corrientes mantenidos para la venta**

Da cuenta de la venta de la participación en Activos Via Varejo S.A. y su subsidiaria Cnova Comercio Electrónico S.A. en la filial de Brasil. <sup>(1)</sup>

### **Propiedades inversiones neto**

Las propiedades de inversión de la Matriz y sus subsidiarias corresponden a locales comerciales y lotes que se mantienen para generar renta producto de contratos de arrendamiento operativo o apreciación futura de su precio (Terrenos, edificios, construcciones en curso).

### **Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación**

Da cuenta de las inversiones generadas en Cnova N.V., Financiera Itau CBD – FIC Promotora de Vendas Ltda. (Clasificadas como “**Asociada**”). Y Compañía de Financiamiento Tuya S.A. además de, Puntos Colombia S.A.S. (Clasificadas como “**Negocio Conjunto**”). <sup>(1)</sup>

### **Activo por impuesto diferido**

La Compañía reconoce el impuesto diferido por cobrar o por pagar derivado del efecto de las diferencias temporarias que impliquen el pago de un menor o mayor valor del impuesto de renta en el año corriente, calculado a las tasas vigentes a las que se espera recuperar (tasas vigentes 2018 - 33%), siempre que exista una expectativa razonable de que tales diferencias se revertirán en el futuro. En caso de generarse un impuesto diferido activo, se analiza si la Compañía generará suficiente renta gravable en el futuro que permita imputar contra la misma la totalidad o una parte del activo. <sup>(1)</sup>

### **Activo por impuestos**

Dan cuenta de rentas o impuestos por cobrar provenientes de la subsidiaria Onper Investments.

### **Otros activos financieros**

Guardan relación con activos financieros medidos al valor razonable con cambios en resultados, instrumentos financieros derivados designados como instrumentos de cobertura, activos financieros medidos al costo amortizado e instrumentos financieros derivados.

## Otros activos no financieros

Corresponde a un pago efectuado a Compañía de Financiamiento Tuya S.A. para la suscripción de acciones.

	2018	Clasificación
<b>Activo corriente</b>	<b>sep-18</b>	
Efectivo y equivalentes de efectivo	2.819.814	OPERACIONAL
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	1.268.293	OPERACIONAL
Gastos pagados por anticipado	157.219	OPERACIONAL
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	73.051	OPERACIONAL
Inventarios	5.776.542	OPERACIONAL
Activo por impuestos	389.076	NO OPERACIONAL
Otros activos financieros	88.962	NO OPERACIONAL
Otros activos no financieros	0	-
Activos no corrientes mantenidos para la venta	16.128.412	NO OPERACIONAL
<b>Total activo corriente</b>	<b>26.701.369</b>	
<b>Activo no corriente</b>		
Propiedades planta y equipo neto	10.694.519	OPERACIONAL
Propiedades de inversión neto	1.460.440	NO OPERACIONAL
Plusvalía neto	4.884.543	OPERACIONAL
Activos intangibles distintos de la plusvalía neto	4.574.060	OPERACIONAL
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	676.782	NO OPERACIONAL
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	548.348	OPERACIONAL
Gastos pagados por anticipado	52.651	OPERACIONAL
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	24.399	OPERACIONAL
Activo por impuesto diferido	1.766.631	NO OPERACIONAL
Activo por impuestos	1.973.327	NO OPERACIONAL
Otros activos financieros	730.927	NO OPERACIONAL
Otros activos no financieros	398	NO OPERACIONAL
<b>Total activo no corriente</b>	<b>27.387.025</b>	

**Tabla nº 12:** Clasificación de Activos  
**Fuente:** Memoria Grupo Éxito (2014 - 2018 (3T))  
(Datos en pesos colombianos)

(1) Memoria Grupo Éxito (2018 3T)

## 6. Proyección de Estado de Resultados Almacenes Éxito 2018 – 2023

Para la proyección de las ventas de grupo Éxito, desde septiembre de 2018 hasta el año 2023, en primera instancia se procedió a comparar la variación del PIB de cada país y la variación del crecimiento de la industria para así, determinar si existe relación entre estas variables en cada uno de los países en los que Almacenes Éxito participa.

### 6.1. Proyección de ingresos de actividades ordinarias

Lo primero es revisar el detalle de los ingresos devengados por Grupo Éxito, desde 2014 y 2017 y desde el 01 de enero hasta el 30 de septiembre de 2018. Según lo que muestran las cifras por país, los resultados dan cuenta de lo siguiente:

	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)
<b>BRASIL</b>					
Ingresos Totales Brasil	0	19.980.882	36.767.253	41.765.960	28.879.572
Ingresos Companhia Brasileira de C	0	19.980.882	36.767.253	41.765.960	28.879.572
<b>COLOMBIA</b>					
Ingresos Totales Colombia	8.842.598	10.401.229	11.071.521	10.703.491	7.658.563
Éxito	6.094.598	6.978.492	7.559.029	7.282.529	5.210.859
Carulla	1.233.472	1.493.157	1.570.180	1.584.340	1.096.954
Surtimax + Super Inter	1.370.144	1.676.074	1.647.400	1.514.283	1.013.315
B2B(2) + Other	144.384	253.506	294.912	322.339	337.435
<b>URUGUAY</b>					
Ingresos Totales Uruguay	1.642.223	2.362.401	2.476.064	2.589.761	1.862.951
Ingresos Disco y Devoto	1.642.223	2.362.401	2.476.064	2.589.761	1.862.951
<b>ARGENTINA</b>					
Ingresos Totales Argentina	0	657.699	1.324.595	1.383.591	969.322
Ingresos Libertad	0	657.699	1.324.595	1.383.591	969.322
<b>Total Ingresos Grupo Éxito</b>	<b>10.484.822</b>	<b>33.402.211</b>	<b>51.639.433</b>	<b>56.442.803</b>	<b>39.370.408</b>

**Tabla nº 13:** Proyección de Ingresos regionales de Éxito

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

(Datos en pesos colombianos)

% Peso relativo de Ingresos	2014	2015	2016	2017
<b>BRASIL</b>	0,00%	59,82%	71,20%	74,00%
<b>COLOMBIA</b>	84,34%	31,14%	21,44%	18,96%
<b>URUGUAY</b>	15,66%	7,07%	4,79%	4,59%
<b>ARGENTINA</b>	0,00%	1,97%	2,57%	2,45%

**Tabla nº 14:** % de los Ingresos regionales de Éxito

**Fuente:** Elaboración propia

	Δ% 14 -15	Δ% 15 -16	Δ% 16 -17	Δ% 17 -18 (3T)
<b>BRASIL</b>				
Ingresos Totales Brasil	-	45,7%	12,0%	-3,2%
Ingresos Companhia Brasileira de Distribuição	-	45,7%	12,0%	-3,2%
<b>COLOMBIA</b>				
Ingresos Totales Colombia	9,1%	6,1%	-3,4%	-3,7%
Éxito	9,8%	7,7%	-3,8%	-2,5%
Carulla	-2,7%	4,9%	0,9%	-2,7%
Surtimax + Super Inter	12,3%	-1,7%	-8,8%	-14,2%
B2B(2) + Other	39,3%	14,0%	8,5%	6,5%
<b>URUGUAY</b>				
Ingresos Totales Uruguay	16,7%	4,6%	4,4%	-6,5%
Ingresos Disco y Devoto	16,7%	4,6%	4,4%	-6,5%
<b>ARGENTINA</b>				
Ingresos Totales Argentina	-	50,3%	4,3%	-2,7%
Ingresos Libertad	-	50,3%	4,3%	-2,7%
<b>Total Ingresos Grupo Éxito</b>	<b>65,8%</b>	<b>35,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>-3,4%</b>

**Tabla nº15:** Tasa % de crecimiento real Almacenes Éxito por región geográfica  
**Fuente:** Memoria 2014 -2018 (3T)

Respecto de los ingresos provenientes de Brasil y reflejados en los EEFF del Grupo, cabe precisar que estos responden a la parte que controla el conglomerado colombiano solamente.

### 6.1.1. Perspectivas económicas del FMI y Banco Mundial

Según el FMI, *la expansión mundial se ha debilitado. De hecho, para el 2018 el crecimiento mundial estimado fue de 3,7%, que se encontraba en línea a lo pronosticado en la edición de octubre de 2018 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO), a pesar del desempeño más flojo de algunas economías, particularmente en Europa y Asia, se proyecta que la economía mundial crezca 3,5% en 2019 y 3,6% en 2020, es decir, 0,2 y 0,1 puntos porcentuales menos que lo proyectado en octubre pasado.*

*Los pronósticos de crecimiento mundial correspondientes a 2019 y 2020 ya se revisaron a la baja en el último informe WEO, en parte a raíz de los efectos negativos de los aumentos de aranceles introducidos en Estados Unidos y China previamente en el año.*

*La revisión adicional a la baja desde octubre refleja las consecuencias de una moderación del ímpetu en el segundo semestre de 2018, como por ejemplo en Alemania, tras la adopción de nuevas normas sobre emisiones para vehículos de combustión, y en Italia, donde las preocupaciones en torno a los riesgos soberanos y financieros han constituido un lastre para la demanda interna, pero también obedece a un debilitamiento de la actitud de los mercados financieros y a una contracción en Turquía que ahora se proyecta que será más profunda de lo previsto. <sup>(1)</sup>*

*Los riesgos para las perspectivas mundiales tienen su origen principalmente en los resultados de las negociaciones comerciales y el rumbo que tomen las condiciones financieras en los próximos meses.*

*Si los países resuelven sus diferencias sin levantar más barreras comerciales distorsionantes y si la actitud del mercado se recupera, una mayor confianza y condiciones financieras más favorables podrían reforzarse mutuamente y elevar el crecimiento por encima del pronóstico de base. <sup>(1)</sup>*

*Pensando en el contexto antes mencionado, la actividad económica en América Latina sigue en aumento, pero a un ritmo bastante más lento que el proyectado originalmente.*

*Como se mencionó, el debilitamiento de la economía mundial y el aumento de la incertidumbre en la implementación de las políticas económica, sin lugar a dudas, contribuyen a que se estén moderando las perspectivas de crecimiento en América Latina, de hecho, a nivel general se espera que la región crezca un 2% en 2019 y un 2,5% en 2020, tasas muy inferiores a las de sus pares de otras regiones.*

*Además, la política monetaria se contrajo en algunas economías, a fin de contener las presiones inflacionarias relacionadas en parte con la depreciación de la moneda, atenuando aún más el crecimiento.*

*Tras una serie de elecciones sumamente anticipadas en América Latina, aumentó la incertidumbre en la implementación de las políticas económicas en algunas de las economías más grandes de la región, lo que afecta a las perspectivas.*

*Por ejemplo, en México, la interrupción del proyecto de construcción de un aeropuerto y cierto retroceso en algunas reformas de los sectores de la energía y la educación*

potenciaron la incertidumbre respecto de las políticas económicas en el país. En Brasil, la fragmentación del Congreso podría crear obstáculos para la ejecución del ambicioso programa de reforma estructural, consolidación fiscal y reforma de las pensiones. De continuar, la incertidumbre política podría desalentar las inversiones en el futuro y socavar las perspectivas de crecimiento de la región. <sup>(2)</sup>

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

	Variación Real				Proyección Banco Mundial					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BRASIL	0,51%	-3,55%	-3,47%	0,98%	1,20%	2,20%	2,40%	2,40%	2,40%	2,40%
COLOMBIA	4,70%	3,00%	2,00%	1,80%	2,70%	3,30%	3,70%	3,60%	3,60%	3,60%
URUGUAY	3,20%	0,40%	1,50%	2,70%	2,10%	2,10%	2,30%	2,50%	2,50%	2,50%
ARGENTINA	-2,51%	2,71%	-1,82%	2,85%	-2,80%	-1,70%	2,70%	2,50%	2,50%	2,50%
PERÚ	2,40%	3,30%	4,10%	2,50%	3,90%	3,80%	3,80%	3,70%	3,70%	3,70%
CHILE	1,77%	2,31%	1,27%	1,49%	3,90%	3,50%	3,30%	3,20%	3,20%	3,20%

**Tabla nº16:** Variación del PIB real regional según el Banco Mundial  
**Fuente:**

Banco Mundial Respecto del comportamiento de la inflación proyectada para igual cantidad de periodos y países asociados.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BRASIL	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,75%	3,87%	4,00%	4,20%	4,40%	4,40%
COLOMBIA	3,66%	6,77%	5,75%	4,09%	3,18%	3,30%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%
URUGUAY	8,26%	9,44%	8,10%	6,55%	8,40%	8,20%	7,00%	7,50%	7,50%	7,50%
ARGENTINA	38,50%	27,80%	40,70%	24,70%	47,60%	37,00%	31,00%	26,00%	26,00%	19,00%
PERÚ	3,22%	4,40%	3,23%	1,36%	2,19%	2,50%	2,50%	2,60%	2,60%	2,60%
CHILE	4,64%	4,38%	2,71%	2,27%	2,57%	2,80%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

**Tabla nº17:** Evolución de la inflación real regional según el Banco Mundial  
**Fuente:** Banco Mundial

(1)(2) [www.imf.org/es/Publications/WEO](http://www.imf.org/es/Publications/WEO)

El input extraído para la proyección está enfocado en los países donde Éxito tiene operaciones vigentes. El ejercicio es simple, se relaciona el porcentaje proyectado de crecimiento para el país en análisis y esta cifra se relaciona con la línea de ingresos.

Para lo anterior y debido a que las cifras están expresadas en tasas reales, se convertirán en tasas nominales para estar en consonancia con los datos extraídos desde los repositorios financieros del Grupo. Se procedió entonces a generar la conversión de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \text{Tasa Nominal} &= i \\ \text{Tasa Real} &= r \end{aligned}$$

$$(1+i) = (1+\text{inflación}) \times (1+r)$$

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BRASIL	6,95%	6,74%	2,60%	3,96%	5,00%	6,16%	6,50%	6,70%	6,91%	6,91%
COLOMBIA	8,53%	9,97%	7,87%	5,96%	5,97%	6,71%	7,02%	6,92%	6,92%	6,92%
URUGUAY	11,72%	9,88%	9,72%	9,43%	10,68%	10,47%	9,46%	10,19%	10,19%	10,19%
ARGENTINA	35,02%	31,26%	38,14%	28,25%	43,47%	34,67%	34,54%	29,15%	29,15%	21,98%
PERÚ	5,70%	7,85%	7,46%	3,89%	6,18%	6,40%	6,40%	6,40%	6,40%	6,40%
CHILE	6,49%	6,79%	4,01%	3,79%	6,57%	6,40%	6,40%	6,30%	6,30%	6,30%

**Tabla nº18:** Variación del PIB nominal regional según el Banco Mundial  
Fuente: Banco Mundial

## 6.1.2. Crecimiento de la Industria

En relación a las tasas de crecimiento de la industria, se generó una revisión profunda del comportamiento de ésta y el grado de participación del sector en el PIB de los países que concentran cerca del 90% de participación comercial en el Grupo Éxito durante los periodos en revisión, para este caso correspondiente a **Colombia y Brasil**.

% COMPONENTES PIB COLOMBIA		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Agropecuario	Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	6,91%	6,82%	6,92%	6,82%	6,77%	6,73%	6,96%
Industrial	Explotación de minas y canteras	8,34%	8,45%	8,46%	8,01%	7,77%	7,07%	6,72%
	Industrias manufactureras	13,84%	13,33%	12,81%	12,41%	12,23%	12,38%	12,06%
	Suministro de electricidad, gas y agua	4,00%	3,94%	3,86%	3,83%	3,82%	3,71%	3,70%
	Construcción	6,96%	7,09%	7,53%	7,96%	8,00%	8,18%	8,00%
Servicios	<b>Comercio, reparación, restaurantes y hoteles</b>	<b>8,34%</b>	<b>8,45%</b>	<b>8,46%</b>	<b>8,01%</b>	<b>7,77%</b>	<b>7,07%</b>	<b>6,72%</b>
	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	8,17%	8,17%	8,05%	8,07%	8,02%	7,90%	7,77%
	Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias	21,55%	21,79%	21,72%	22,03%	22,42%	22,91%	23,42%
	Actividades de servicios sociales, comunales y personales	16,61%	16,72%	16,88%	17,03%	17,01%	16,98%	17,30%
	Otros	5,27%	5,24%	5,32%	5,83%	6,20%	7,06%	7,36%

**Tabla nº19:** Participación por sector PIB colombiano según el Banco Mundial  
Fuente: Banco Mundial

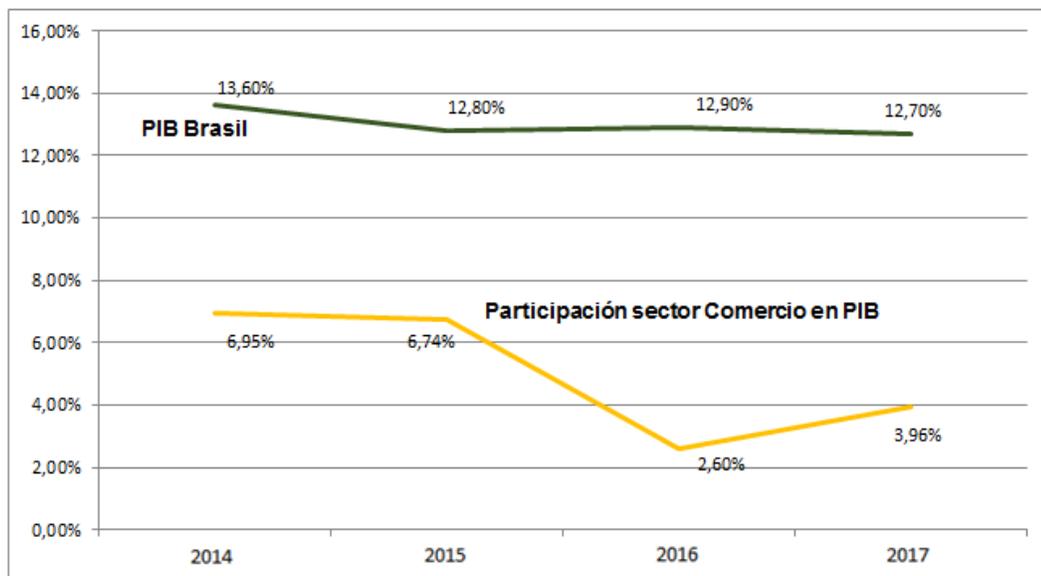
% COMPONENTES PIB BRASIL		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Agropecuario	Agropecuario	5,10%	4,90%	5,30%	5%	5%	5,70%	5,30%
	Minería	4,40%	4,50%	4,20%	3,80%	2%	1%	1,80%
Industrial	Manufacturas	13,90%	12,60%	12,30%	12%	11,80%	11,90%	11,80%
	Construcción	6,30%	6,50%	6,40%	6,20%	5,90%	5,40%	5,20%
	Producción y distribución de electricidad, agua y saneamiento	2,70%	2,50%	2%	1,90%	2,70%	2,70%	2,70%
	Transporte, almacenamiento y correos	4,50%	4,50%	4,50%	4,60%	4,50%	4,30%	4,40%
	<b>Comercio</b>	<b>12,90%</b>	<b>13,40%</b>	<b>13,50%</b>	<b>13,60%</b>	<b>12,80%</b>	<b>12,90%</b>	<b>12,70%</b>
Servicios	Intermediación financiera y seguros	6,30%	6,20%	5,90%	6,40%	7,30%	8,20%	7,90%
	Actividades inmobiliarias	8,50%	8,90%	9,30%	9,50%	9,70%	9,70%	9,70%
	Administración, salud, sanidad pública y seguridad social	16,10%	16%	16,40%	17,40%	17,70%	17,50%	17,60%
	Servicios de información	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3,20%
	Otros servicios	15,90%	16,40%	16,70%	17%	17,10%	17,60%	17,70%

**Tabla nº20:** Participación por sector PIB brasileño según el Banco Mundial  
**Fuente:** Banco Mundial

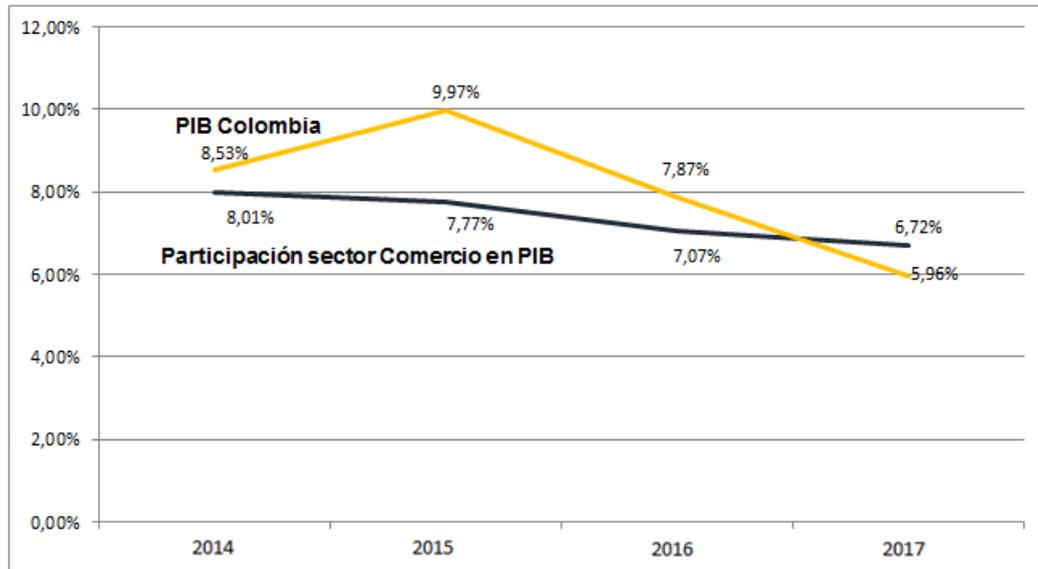
De la realidad expuesta en los datos anteriores, es posible visualizar que la participación del **Sector Comercio** en el PIB de Colombia y Brasil para los años en revisión da cuenta de la siguiente tabla resumida.

Participación sector comercio en el PIB				
	2014	2015	2016	2017
<b>BRASIL</b>	13,60%	12,80%	12,90%	12,70%
<b>COLOMBIA</b>	8,01%	7,77%	7,07%	6,72%

**Tabla nº21:** Participación del sector Comercio en el PIB brasileño y colombiano  
**Fuente:** Banco Mundial



**Figura nº7:** Relación entre sector Comercio en el PIB brasileño  
**Fuente:** Banco Mundial



**Figura nº8:** Relación entre sector Comercio en el PIB colombiano  
**Fuente:** Banco Mundial

Respecto de los datos recogidos y mostrados en las dos gráficas anteriores, se puede evidenciar una fuerte relación entre la variación del PIB de cada país y la variación en la curva de comportamiento del sector comercio, tanto en Brasil como en Colombia.

Lo anterior, demostraría que existe una relación significativa entre el crecimiento del PIB de cada país y el crecimiento de la industria del comercio en cada uno de estos, al menos, para los dos países más representativos en términos de ingresos para el conglomerado colombiano Éxito.

En base a la relación generada, entre los macroindicadores de crecimiento país sumado al crecimiento de la industria Retail la **Proyección de los Ingresos** da cuenta de:

	Proyección					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>BRASIL</b>						
Ingresos Totales Brasil	38.506.096	40.876.200	43.531.518	46.448.478	49.656.024	53.085.071
Ingresos Companhia Brasileira de Têxtil	38.506.096	40.876.200	43.531.518	46.448.478	49.656.024	53.085.071
<b>COLOMBIA</b>						
Ingresos Totales Colombia	10.211.417	10.896.491	11.661.250	12.467.649	13.329.812	14.251.595
Éxito	6.947.812	7.413.934	7.934.273	8.482.944	9.069.557	9.696.735
Carulla	1.462.605	1.560.730	1.670.268	1.785.771	1.909.260	2.041.290
Surtimax + Super Inter	1.351.087	1.441.730	1.542.916	1.649.612	1.763.686	1.885.648
B2B(2) + Other	449.913	480.098	513.793	549.323	587.309	627.923
<b>URUGUAY</b>						
Ingresos Totales Uruguay	2.483.935	2.744.057	3.003.673	3.309.672	3.646.844	4.018.367
Ingresos Disco y Devoto	2.483.935	2.744.057	3.003.673	3.309.672	3.646.844	4.018.367
<b>ARGENTINA</b>						
Ingresos Totales Argentina	1.292.429	1.740.528	2.341.653	3.024.245	3.905.813	4.764.115
Ingresos Libertad	1.292.429	1.740.528	2.341.653	3.024.245	3.905.813	4.764.115
<b>Total Ingresos Grupo Éxito</b>	<b>52.493.877</b>	<b>56.257.276</b>	<b>60.538.095</b>	<b>65.250.044</b>	<b>70.538.494</b>	<b>76.119.148</b>

**Tabla n°22:** Proyección de Ingresos Grupo Éxito  
Fuente: Elaboración propia

% Peso relativo de Ingresos	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>BRASIL</b>	73,35%	72,66%	71,91%	71,19%	70,40%	69,74%
<b>COLOMBIA</b>	19,45%	19,37%	19,26%	19,11%	18,90%	18,72%
<b>URUGUAY</b>	4,73%	4,88%	4,96%	5,07%	5,17%	5,28%
<b>ARGENTINA</b>	2,46%	3,09%	3,87%	4,63%	5,54%	6,26%

**Tabla n° 23:** % de los Ingresos proyectados regionales de Éxito  
Fuente: Elaboración propia

### 6.1.3. Proyección de Costos y Gastos

En esta parte, para la proyección de los costos y gastos del EERR, se estimó el peso relativo histórico de cada cuenta respecto de los ingresos operacionales:

% del Ingreso	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio	M. Armónica
Ingresos Operacionales	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%	100,00%
Costo de Ventas	74,9%	75,3%	75,7%	75,1%	75,5%	75,3%	75,31%
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>25,1%</b>	<b>24,7%</b>	<b>24,3%</b>	<b>24,9%</b>	<b>24,5%</b>	24,7%	24,69%
Gastos de distribución	9,6%	9,9%	10,0%	10,1%	10,3%	9,9%	9,97%
GAV	1,9%	1,5%	1,2%	1,2%	1,4%	1,5%	1,41%
Gastos por beneficios a los empleados	7,7%	8,7%	9,2%	9,0%	8,7%	8,7%	8,63%
Otros Ingresos Operativos	0,1%	0,1%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,11%
Otros Gastos Operativos	0,3%	0,7%	0,8%	0,5%	0,4%	0,6%	0,45%
Otras (pérdidas) ganancias, netas	0,0%	0,2%	0,1%	0,5%	0,1%	0,2%	0,04%
<b>Ganancia por actividades de operación</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,9%</b>	4,2%	3,94%
Ingresos financieros	2,0%	3,7%	0,9%	0,7%	0,9%	1,8%	1,17%
Gastos financieros	1,5%	4,9%	3,4%	2,7%	2,6%	3,1%	2,59%
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,08%
<b>Ganancia antes del impuesto a las ganancias por operaciones cc</b>	<b>6,6%</b>	<b>2,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,1%</b>	3,0%	1,72%
Gasto por impuestos	1,7%	1,2%	0,3%	0,5%	0,5%	0,9%	0,57%
<b>Ganancia neta del ejercicio por operaciones continuadas</b>	<b>4,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,7%</b>	2,1%	1,08%
(Pérdida) neta del ejercicio por operaciones discontinuadas	0,0%	0,0%	1,6%	0,6%	0,3%	0,6%	0,01%
<b>(Pérdida) ganancia neta del ejercicio</b>	<b>4,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,0%</b>	2,4%	1,89%
% de impuesto sobre utilidad bruta	25,98%	41,04%	44,13%	26,66%	22,15%	30,98%	29,73%
% de Depreciación+Amortización/Ventas	2,11%	1,68%	2,41%	1,93%	2,17%	2,17%	2,03%

Tabla nº 24: Peso % de Costos y Gastos respecto de los Ingresos  
Fuente: Elaboración propia

### 6.1.4. Estado de Resultado proyectado

En atención a los porcentajes de participación de cada cuenta respecto de los ingresos operacional de Grupo Éxito, se vislumbra la siguiente distribución entre los años 2018 a 2023 (según el horizonte de proyección solicitado para la realización de este ejercicio – 5 años - desde el periodo inicial del a valoración.

Monto	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)	2018 (4T)	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos Operacionales	10.484.822	33.402.211	51.639.433	56.442.803	39.370.408	13.123.469	56.257.276	60.538.095	65.250.044	70.538.494	70.538.494
Costo de Ventas	-7.855.400	-25.147.776	-39.099.555	-42.412.180	-29.712.199	-9.798.333	-42.343.127	-45.565.168	-49.111.708	-53.092.161	-53.092.161
<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>	<b>3.325.136</b>	<b>13.914.149</b>	<b>14.972.927</b>	<b>16.138.337</b>	<b>17.446.332</b>	<b>17.446.332</b>
Gastos de distribución	-1.009.657	-3.309.466	-5.149.537	-5.675.867	-4.059.500	-1.132.891	-5.564.645	-5.988.079	-6.454.158	-6.977.261	-6.977.261
GAV	-198.829	-517.471	-615.103	-695.703	-542.615	-206.193	-792.531	-852.837	-919.217	-993.719	-993.719
Gastos por beneficios a los empleados	-803.649	-2.922.013	-4.771.428	-5.074.812	-3.423.944	-1.103.841	-4.856.372	-5.225.911	-5.632.667	-6.089.189	-6.089.189
Otros Ingresos Operativos	13.985	44.836	24.957	111.606	77.013	-9.601	72.245	77.742	83.793	90.585	90.585
Otros Gastos Operativos	-27.147	-248.383	-396.438	-288.275	-146.922	-109.867	-252.337	-271.538	-292.673	-316.394	-316.394
Otras (pérdidas) ganancias, netas	1.192	54.869	-54.058	-276.009	-38.441	62.120	24.272	26.119	28.152	30.434	30.434
<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>	<b>824.863</b>	<b>2.544.782</b>	<b>2.738.423</b>	<b>2.951.567</b>	<b>3.190.788</b>	<b>3.190.788</b>
Ingresos financieros	211.332	1.224.071	482.357	420.035	366.657	337.595	660.746	711.024	766.367	828.480	828.480
Gastos financieros	-154.970	-1.628.308	-1.744.110	-1.540.773	-1.024.153	-611.053	-1.752.437	-1.885.787	-2.032.566	-2.197.303	-2.197.303
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos	30.104	18.359	63.752	-36.037	-29.285	98.759	74.455	80.120	86.356	93.355	93.355
<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>	<b>650.164</b>	<b>1.527.545</b>	<b>1.643.781</b>	<b>1.771.724</b>	<b>1.915.320</b>	<b>1.915.320</b>
Gasto por impuestos	-179.750	-398.428	-167.814	-259.918	-185.366	-153.146	-319.850	-344.188	-370.978	-401.046	-401.046
<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>	<b>497.018</b>	<b>1.207.695</b>	<b>1.299.593</b>	<b>1.400.746</b>	<b>1.514.275</b>	<b>1.514.275</b>
(Pérdida) neta del ejercicio por operaciones discontinuadas	-2.703	-994	-834.851	356.196	132.453	-431.212	-320.177	-344.541	-371.358	-401.456	-401.456
<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>	<b>65.806</b>	<b>887.517</b>	<b>955.052</b>	<b>1.029.388</b>	<b>1.112.818</b>	<b>1.112.818</b>

Tabla nº 25: Estado de Resultado Proyectado  
Fuente: Elaboración propia

## 7. Proyección de Flujos de Caja Libre

### 7.1. Flujo de Caja Bruto

Para efectuar el cálculo del Flujo de Caja Bruto, se parte de la ganancia o pérdida del ejercicio extraído del EERR proyectado desde 2018 hasta 2022. Este es depurado sumando o restando las partidas que no vayan a implicar alguna entrada o salida de efectivo ni son parte del resultado operacional de la compañía, entre ellas mencionamos:

**Depreciación de Activo Fijo:** esta información fue recogida de la Memoria de la empresa, específicamente de la nota “Propiedad, planta y equipo”.

**Amortización de Activos Intangibles:** esta información consiste en la diferencia entre los “Gastos de depreciación y amortización de activos fijos e intangibles” del Estado de flujos de efectivo y el gasto por depreciación de activo fijo indicado antes.

**Otros ingresos, por función (después de Impuestos):** esta información fue recogida de “Otros ingresos operativos” del EERR.

**Otros gastos, por función (después de Impuestos):** esta información fue recogida de “Otros gastos operativos” del EERR.

**Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos):** esta información fue recogida de “Otras ganancias (pérdidas), netas” del EERR.

**Ingresos financieros (después de Impuestos):** esta información fue recogida de “Ingresos financieros” del EERR.

**Costos financieros (después de Impuestos):** esta información fue recogida de “Costos financieros” del EERR.

**Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos):** esta información fue recogida del rubro denominado de igual forma ubicado en el EERR.

## 7.2. Ajustes al EERR

		Proyección					
		2018 (4T)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>(Pérdida) ganancia neta del ejercicio</b>		<b>65.806</b>	<b>887.517</b>	<b>955.052</b>	<b>1.029.388</b>	<b>1.112.818</b>	<b>1.112.818</b>
A	(+)Depreciación+Amortización	284.907	1.221.329	1.314.264	1.416.559	1.531.370	1.531.370
J	(-)Intereses Ganados	-116.554	-437.414	-470.698	-507.335	-548.454	-548.454
U	(+)Gastos Financieros	270.627	1.160.113	1.248.391	1.345.559	1.454.615	1.454.615
S	(-)Otros Ingresos y Gastos Fuera de la Explotación	-5.920	-24.272	-26.119	-28.152	-30.434	-30.434
T	(-)Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjun	-76.888	-49.289	-53.039	-57.168	-61.801	-61.801
E	<b>=Flujo Caja Bruto</b>	<b>421.978</b>	<b>2.757.985</b>	<b>2.967.850</b>	<b>3.198.851</b>	<b>3.458.114</b>	<b>3.458.114</b>

**Tabla nº 26:** Ajustes al EERR / Flujo de Caja Bruto

Fuente: Elaboración propia

**7.2.1. Inversión de Reposición:** Dado que no hay una política del Grupo Éxito en que considere algún porcentaje de los ingresos para inversión en reposición, se supondrá que ésta corresponde al 100% de la Depreciación más amortización.

**7.2.2. Nuevas Inversiones (activo fijo):** Se calculó como el promedio aritmético del ítem “Propiedad,Planta y Equipo” dividido en los Ingreso por actividades ordinarias de los períodos 2016 y 2017, esto porque en el 2015 el grupo éxito ingresó a Brasil, por lo que no tiene estabilidad, mientras que esta razón es más estable para los años 2016 y 2017.

**7.2.3. Capital de Trabajo Neto (CTON):** Corresponde al cálculo obtenido de sumar las cuentas del Balance General “Efectivo y equivalentes de efectivo” más “Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar” más “Inventarios” menos “Cuentas por Pagar”.

	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)
+ 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 cuentas por cobrar	202,309	3,326,474	1,130,394	1,172,458	1,268,293
+ Inventarios	1,244,231	8,702,015	5,778,173	5,912,514	5,776,542
- Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar	2,646,415	18,336,741	11,537,028	12,665,749	8,570,090
= Capital de Trabajo Operativo Neto	1,754,063	3,760,465	1,489,383	- 299,159	1,294,559
/ Ingresos Operacionales	10,484,822	33,402,211	51,639,433	56,442,803	39,370,408
= Ratio Capital de Trabajo Operativo Neto	16.73%	11.26%	2.88%	-0.53%	3.29%
* 360					
= Días Capital de Trabajo Operativo Neto	60	41	10	-2	12

**Tabla nº 27:** Inversión en Capital de Trabajo Neto

Fuente: Elaboración propia

Para la proyección del **Capital de Trabajo Neto**, se utilizará el Ratio Capital de Trabajo Neto del año 2016, esto porque es más estable y no tiene los tiempos de ajustes por concepto de que el Grupo Éxito haya ingresado a Brasil.

**7.2.4. Aumentos o disminuciones de capital de trabajo:** Una vez calculada la inversión en Capital de Trabajo Neto, y dado que para las proyecciones se supondrá que el Grupo Éxito invertirá el 2,88% de los ingresos en Capital de Trabajo, las variaciones de la Inversión en Capital de Trabajo se muestran en la siguiente tabla:

	Real					Proyección					
	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)	2018 (4T)	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos Operacionales	10.484.822	33.402.211	51.639.433	56.442.803	39.370.408	13.123.469	56.257.276	60.538.095	65.250.044	70.538.494	70.538.494
* Ratio Capital de Trabajo Operativo Neto						4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%
= Inversión CTON						595.469	2.552.638	2.746.877	2.960.679	3.200.639	3.200.639
Variación CTON (T-T-1)						- 170.762	- 194.239	- 213.802	- 239.960	-	-

**Tabla nº 28:** Variación en Capital de Trabajo

**Fuente:** Elaboración propia

**7.2.5. Déficit o exceso de capital de trabajo:** El déficit o exceso de capital de trabajo considera la inversión en Capital de Trabajo Neto proyectado para Dic-2018 menos el Capital de Trabajo Neto utilizado hasta Sep-2018, como se muestra en la siguiente tabla:

	Observado sep-18	Proyectado dic-18
Ingresos Operacionales	39.370.408	52.493.877
Capital de Trabajo Operativo Neto	1.294.559	2.381.876
Déficit CTON		1.087.317

**Tabla nº 29:** Déficit en Capital de Trabajo

**Fuente:** Elaboración propia

**7.2.6. Activos prescindibles Grupo Éxito:** En relación a éste ítem, se supondrá que los Activos prescindibles son los que están en la cuenta “Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación”, ya que es una cuenta no operacional y por lo tanto no es significativa para el giro del negocio.

## 8. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

A continuación se presenta el flujo de caja libre proyectado para el Grupo Éxito desde 2018 hasta 2023.

	Real					Proyección					
	2014	2015	2016	2017	2018 (3T)	2018 (4T)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>(Pérdida) ganancia neta del ejercicio</b>	509,330	571,507	-622,395	1,071,066	784,106	65,806	887,517	955,052	1,029,388	1,112,818	1,112,818
A (+)Depreciación+Amortización	220,961	562,215	1,244,492	1,090,462	854,720	284,907	1,221,329	1,314,264	1,416,559	1,531,370	1,531,370
J (-)Intereses Ganados	-156,420	-721,764	-269,492	-308,037	-349,661	-116,554	-437,414	-470,698	-507,335	-548,454	-548,454
U (+)Gastos Financieros	114,703	960,120	974,430	1,129,940	811,880	270,627	1,160,113	1,248,391	1,345,559	1,454,615	1,454,615
S (-)Otros Ingresos y Gastos Fuera de la Explotación	-1,192	-54,869	54,058	276,009	-17,759	-5,920	-24,272	-26,119	-28,152	-30,434	-30,434
T (-)Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjun	-22,282	-10,825	-35,618	26,428	22,800	-76,888	-49,289	-53,039	-57,168	-61,801	-61,801
<b>S =Flujo Caja Bruto</b>	<b>665,100</b>	<b>1,306,383</b>	<b>1,345,475</b>	<b>3,285,869</b>	<b>2,106,085</b>	<b>421,978</b>	<b>2,757,985</b>	<b>2,967,850</b>	<b>3,198,851</b>	<b>3,458,114</b>	<b>3,458,114</b>
(-)Inversión en Reposición						-284,907	-1,221,329	-1,314,264	-1,416,559	-1,531,370	-1,531,370
(-)Inversón en Capital Físico						-	-863,530	-982,255	-1,081,180	-1,213,461	-
(+/-)Aumento/Disminuciones Capital de Trabajo						-170,762	-194,239	-213,802	-239,960		
<b>=Flujo de Caja Libre</b>					<b>2,106,085</b>	<b>-33,690</b>	<b>478,886</b>	<b>457,529</b>	<b>461,151</b>	<b>713,283</b>	<b>1,926,744</b>
(+)Valor Terminal										21,644,232	
=Flujo de Caja Libre + Valor Terminal						-33,690	478,886	457,529	461,151	22,357,516	

**Tabla nº 30:** Flujo de caja libre + Valor Terminal

Fuente: Elaboración propia

### 8.1. Costo promedio ponderado de capital

Beta de la acción s/d	$\beta_p$	0.51953
% Impuesto proyectado	tc	33.80%
Estructura Promedio Años 2016-2017	B/V	55.50%
	P/V	44.50%
	B/P	124.71%
Beta de la acción c/d	$\beta_p$	0.65505
Tasa Patrimonial	Kp	11.96%
Waac	K0	8.90%

**Figura nº 8:** Costo promedio ponderado de capital

Fuente: Elaboración propia

## 8.2. Valor Económico del Patrimonio

Item	MM\$
Valor de los Activos Operacionales	\$16,685,146
Valor de los Activos Prescindibles	\$676,782
Déficit Capital de Trabajo	<b>-\$1,087,317</b>
Valor total de la Empresa	\$16,274,611
Deuda Financiera	<b>-\$10,339,299</b>
Valor Patrimonio	\$5,935,312
Valor por acción calculado	<b>\$13,241</b>
Precio Mercado	\$14,800

**Figura nº 9:** Valor Económico del Patrimonio - Precio estimado de la acción

**Fuente:** Elaboración propia

### 8.3. Conclusión Valoración FCD

El precio de la acción estimado es de COP\$16.401, el cual se encuentra por encima del valor otorgado por el mercado, correspondiente a COP\$14.800, esto implicaría que de acuerdo a nuestra estimación, **el valor de mercado de Almacenes Éxito se encuentra subvalorado** en la Bolsa de Valores de Colombia. Los resultados obtenidos dan cuenta de un precio de la acción de COP\$13.267, lo que representa COP\$1.601 sobre el precio de cierre de la acción de Almacenes Éxito en el mercado al 30 de septiembre de 2018 es decir, un 10,8% mayor que el precio observado de mercado.

Dado lo anterior y modo de comparación del método de Flujo de Caja Descontados, calcularemos el precio estimado de la acción del Grupo Éxito, a través del método de valoración por múltiplos (sección 9 del documento).

Respecto de los resultados estimados, nuestra recomendación sería **la de comprar la acción de esta empresa**. Proposición sustentada en que el precio de la acción estimado al 30 de septiembre de 2018, por medio del método FCD es igual a COP\$16.401, y el precio de cierre al cual se transó la acción en esa misma fecha en el mercado, fue de COP\$14.800.

Es necesario indicar que, el precio de mercado de la acción de Grupo Éxito, desde el año 2014 hasta el año 2018, ha ido cayendo desde los COP\$28.800 a los COP\$14.800, respectivamente.

La baja de la acción más notoria para Almacenes Éxito se dió cuando el conglomerado colombiano ingresa a Brasil y Argentina, llegando a los COP\$13.500 representado uno de los valores históricos más bajos de la acción. Dicha situación se vió reforzada producto de que, ambos países se encuentran inmersos en una compleja situación política, económica y social durante los últimos años, con variadas problemas a nivel interno, escenario que no contempla mejoría en el corto plazo.

## 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