



**VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A.
COLOMBIA
Mediante Método De Flujo de Caja Descontado**

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

Alumno: Paloma Escobar González

Profesor: Mauricio Jara Bertin

Santiago, diciembre 2018

Cuadro 1: Ranking de empresas del rubro	16
Cuadro 2: Ficha descripción de Cencosud S. A.	16
Cuadro 3: Ficha SACI Falabella	17
Cuadro 4: Antecedentes de la Empresa	19
Cuadro 5: Participación de Éxito en los Índices Colombianos	26
Cuadro 6: Principales accionistas al 31 de diciembre de 2016	27
Cuadro 7: Crecimiento en Ventas consolidado	29
Cuadro 8: Porcentaje de participación en las ventas por país	29
Cuadro 9: Crecimiento en ventas desagregado	29
Cuadro 10: Tasa de crecimiento de la industria colombiana	31
Cuadro 11: Tasa de crecimiento de Brasil	32
Cuadro 12: Tasa de crecimiento de Uruguay	34
Cuadro 13: Tasa de crecimiento de Argentina	35
Cuadro 14: Proyecciones de crecimiento del PIB Colombia	36
Cuadro 15: Proyecciones de crecimiento Colombia	37
Cuadro 16: Proyecciones de crecimiento del PIB de Brasil	37
Cuadro 17: Proyecciones de crecimiento del PIB	38
Cuadro 18: Proyecciones de crecimiento del PIB	38
Cuadro 19: Proyecciones de crecimiento Uruguay	39
Cuadro 20: Proyecciones de crecimiento de PIB de Argentina	39
Cuadro 21: Proyección de tasa de crecimiento en Argentina	39
Cuadro 22: Costos de Operación históricos	40
Cuadro 23: Análisis de Costos de Operación	41
Cuadro 24: Costos no operacionales	42
Cuadro 25: Análisis de Activos	42
Cuadro 26: Cuentas por Cobrar	43
Cuadro 27: Estado de Resultado Cnova	48
Cuadro 28: Flujo de efectivo de Vía Varejo S.A.	50
Cuadro 29: Estado de resultado de Vía Varejo	50
Cuadro 30: Saldo de activos no corrientes mantenido para la venta	51
Cuadro 31: Estado financiero de Vía Varajo S.A.	51
Cuadro 32: Estado de las operaciones discontinuadas	52

Cuadro 33: Estado de resultado.....	52
Cuadro 34: Saldo de Plusvalía	53
Cuadro 35: Movimientos de Plusvalía	55
Cuadro 36: Inversiones contabilizadas bajo el método de la participación	55
Cuadro 37: Proyección de crecimiento de ventas.....	59
Cuadro 38: Proyección de ingresos por venta.....	59
Cuadro 39: Tasa Impositiva proyectada	60
Cuadro 40: EERR Proyectados hasta 2022	61
Cuadro 41: Flujo de caja bruto	61
Cuadro 42: Inversión en reposición.....	62
Cuadro 43: Incremento en Activo fijo.....	62
Cuadro 44: Proyecciones de inversión en activo fijo	63
Cuadro 45: Estimación de Capital de Trabajo	63
Cuadro 46: Déficit o exceso de CTON	64
Cuadro 47: Activos prescindibles	64
Cuadro 48: Deuda financiera.....	65
Cuadro 49: Flujo de Caja Libre.....	65
Cuadro 50: Valoración económica al 30/12/2016	66

Figura 1: Índice GRDI 2016.....	15
Figura 2: Presencia de Éxito.	18
Figura 3: Marcas y número de tiendas.	19
Figura 4: Marca y estrato social	20
Figura 5: Estructura Corporativa	20
Figura 6: Distribución de accionistas principales	26
Figura 7: Relación entre el comercio y el PIB en Colombia	31
Figura 8: Relación entre el crecimiento de las ventas de Almacenes Éxito Versus el crecimiento de la industria colombiana.....	32
Figura 9: Relación entre el comercio y PIB de Brasil.....	33
Figura 10: Relación entre el crecimiento de las ventas de Almacenes Éxito Versus el crecimiento de la industria brasileña.	33
Figura 11: Relación del comercio y el PIB de Uruguay.....	34
Figura 12: Relación entre el crecimiento de las ventas de Almacenes Éxito Versus el crecimiento de la industria brasileña	35
Figura 13: Relación del comercio y el PIB de Argentina	36

INDICE

1	Resumen Ejecutivo.....	7
2	Principales Métodos de Valoración	8
2.1	Modelo de descuento de dividendos	8
2.2	Método de Flujos de Caja Descontados.....	9
2.3	Método de múltiplos	12
3	Antecedentes de la Empresa e Industria.....	14
3.1.	Antecedentes de la industria	14
3.2.	Antecedentes de la Empresa.....	18
3.2.1.	Filiales	21
3.2.2	Acciones y accionistas.....	26
4	Análisis Operacional del Negocio e industria.....	28
4.1	Análisis de crecimiento	29
4.1.1	Crecimiento real de las ventas de Almacenes Éxito S.A.	29
4.1.2	Crecimiento real de la industria.....	30
4.1.3	Perspectivas de crecimiento de la industria	36
4.2	Análisis de Costo de Operación	40
4.3	Análisis de Cuentas no operacionales	42
4.4	Análisis de Activos	42
5	Proyección de EERR	58
5.1	Proyección de Ingresos Operacionales.....	58
5.2	Proyecciones de Costo Operacional	59
5.3	Proyección de Resultados No Operacional.....	60
5.4	Estado de Resultados Proyectados	60
6	Proyección de Flujo de Caja Libre (FCL).....	61

6.1	Inversión de Reposición.....	62
6.2	Inversión en nuevo activo fijo.....	62
6.3	Inversión en capital de trabajo.....	63
6.4	Déficit o exceso de capital de trabajo.....	63
6.5	Activos Prescindibles.....	64
6.6	Deuda Financiera.....	64
7	Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.....	65
8	Conclusión.....	67
9	Bibliografía.....	68
10	Anexos.....	70

1 Resumen Ejecutivo

El presente documento contiene la valoración de la empresa Almacenes Éxito S.A. al 30 de diciembre de 2016, la cual fue desarrollada a través de la metodología denominada Flujo de Caja descontados (FCD). La mencionada metodología de valorización de empresas, está dentro de las más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración y corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración.

El objetivo de la aplicación de la metodología de Flujo de Caja Descontados, es fundamentalmente, estimar el valor de la empresa a la fecha antes señalada, y con esto, determinar el precio que debería valer la acción de la compañía a esa fecha, para que este sea comprado con el valor de la acción en el mercado, y así, verificar si la empresa se encuentra subvalorada o sobrevalorada por el mismo.

Durante el desarrollo de la valorización por Flujo de Caja Descontados de Almacenes Éxito S.A., se abordan temáticas tales como descripción de la empresa y de la industria, descripción del financiamiento de la empresa, estructura de capital y el costo de capital de la misma, análisis operacional del su negocio y de la Industria, proyección del Estado de Resultados y del Flujo de Caja Libre de la sociedad

2 Principales Métodos de Valoración

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

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

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

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 valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir,

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

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

cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

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.

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

Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

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

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

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

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 ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

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

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

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

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

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

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. 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.

Para la valoración de Almacenes Éxito, nos centraremos en el método de flujo descontado de caja, sin embargo, se explicará adicionalmente el Método de Múltiplos.

El método flujos de caja descontados es cada vez más utilizado, ya que considera la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

3 Antecedentes de la Empresa e Industria

3.1. Antecedentes de la industria

La industria de grandes superficies de Colombia es uno de los sectores más dinámicos y de mayor evolución en los últimos tiempos, desarrollo que se debe al ingreso de grandes hipermercados o su consolidación a través de procesos de integración.

Lo anterior se refleja en que hoy Colombia ocupa el puesto 15, en el índice que mide la evolución y rendimiento de los negocios de grandes superficies (GRDI, Global Retail Development Index). En el mercado de Latino América Colombia se encuentra es el segundo lugar, solo superado por Perú, con una gran tendencia progresiva con respecto a 2007 cuando se ubicó en la posición 30.

Figura 1: Índice GRDI 2016

Posición 2016	País	Puntaje GRDI 2016	Posición 2015	Variación 2015-2016
1	China	72.5	1	--
2	India	71.0	15	+13
3	Malasia	59.6	9	+6
4	Kazajistán	56.5	13	+9
5	Indonesia	55.6	12	+7
6	Turquía	54.3	11	+5
7	Emiratos Árabes Unidos	53.6	7	--
8	Arabia Saudita	52.2	17	+9
9	Perú	51.9	16	+7
10	Azerbaiyán	51.2	22	+12
15	Colombia	49.0	20	+5
17	República Dominicana	45.8	NA	NA
20	Brasil	43.0	8	-12
25	Paraguay	39.6	NA	NA

Nota 1: Chile y México, que formaron parte de la lista hasta el 2015, se han graduado del índice al haber desarrollado sectores de comercio minorista maduros

El mercado de los hipermercados es muy importante para la economía colombiana, debido a que en estos últimos 15 años, la población ha crecido 1.2 veces, y las ventas de este mercado han crecido 3.5 veces, representando un porcentaje importante del PIB.

Asimismo, este sector ha ido desarrollando negocios complementarios como seguros, áreas arrendables, créditos, entre otros, que les han permitido diversificar y aumentar sus ingresos, su posición de marca y el sostenimiento de los márgenes.

Para atraer a clientes las cadenas de hipermercados han generado estrategias de descuento, programa de puntos, días de descuentos entre otras.

Dentro de los hipermercados colombianos, el grupo Almacenes éxito se posiciona como líder y a nivel nacional es la empresa número uno en ventas, con el 42% de participación en el mercado minorista.

Cuadro 1: Ranking de empresas del rubro

N°	Empresa	Ingresos Operacionales		Utilidad Operacional		Utilidad neta		Patrimonio	
		2016	VAR (%)	2016	VAR (%)	2016	VAR (%)	2016	VAR (%)
1	Grupo Éxito	51.639.433	114,8	380.270	-70	43.528	-92,4	19.111.209	5,1
2	Almacenes Éxito (individual)	11.266.801	6,9	116.197	-85,5	43.528	-92,4	7.721.687	2,6
3	Olimpica	5.319.554	13,2	183.582	-0,5	89.834	14,6	1.331.316	16,3
4	Alkosto	4.718.747	17,4	n. d.	n. a.	155.723	18,6	n. d.	n. a.
5	Sodimac Corona	3.457.153	6,1	305.184	10,2	156.739	7,6	1.040.568	16,9
6	Cencosud	3.391.308	-11,3	4.087	142,3	50.300	379,3	4.672.016	1,1
7	D1	2.133.501	n. a.	n. d.	n. a.	-25.562	n.a.	n.d.	n.a.
8	Unilever	1.861.730	9,9	87.898	933	22.092	196,8	204.364	11,6
9	Almacenes La 14	1.646.033	14,5	114.155	116,5	16.704	-33,7	742.435	0,2
10	Falabella	1.578.324	9	n. d.	n. a.	-44.972	-736,9	293.806	31,3

Fuente: empresas y balances empresariales, SEMANA

A diciembre de 2016 la competencia más relevante para Grupo Éxito en Cencosud y Falabella.

Cencosud S.A. es una de las principales y más prestigiosas compañías en el mercado de Retail en Latinoamérica, con presencia en los 5 mercados más desarrollados de la región y líder en estrategia de retail integrado en multiformato y multimarca. Con casa matriz en Chile, cuenta con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, además de una oficina comercial en Shangai, dando empleo a más de 140.000 personas.

Cuadro 2: Ficha descripción de Cencosud S. A.

Nombre de la Empresa	Cencosud S.A.
Ticker o Nemotécnico	CENCOSUD (STGO), CNCO (NYSE)
Clase de Acción	Clase única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa Electrónica de Chile NYSE

Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail		
Negocios en que se encuentra	Expresado en CLP MM		
	Segmento	EBITDA	%
	Supermercados	427.220	47,64%
	Centros Comerciales	184.343	20,55%
	Mejoramiento del Hogar	148.316	16,54%
	Tiendas por Departamento	55.082	6,15%
	Servicios Financieros	81.829	9,12%
	TOTAL	896.790	100%

Falabella es una de las grandes compañías de retail de Latinoamérica. Con más de 125 años de trayectoria, cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil, y a partir del año 2015 Uruguay. El grupo cuenta con 5 áreas de negocios principales: Tiendas por departamento, mejoramiento del hogar, supermercados, servicio financiero e inmobiliario. En el negocio de las tiendas por departamento es líder en todos los países en que tiene operaciones, mientras que en el mejoramiento del hogar, lidera los mercados de Chile, Perú y Colombia. Además, es el principal emisor de tarjetas de crédito en Chile y Perú y el mayor operador de centros comerciales en ambos países.

Cuadro 3: Ficha SACI Falabella

Nombre de la Empresa	SACI FALABELLA
Ticker o Nomenclatura	FALABELLA
Clase de Acción	Clase única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa Electrónica de Chile Bolsa de Valores de Valparaíso
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail

Negocios en que se encuentra	Expresado en CLP MM		
	Segmento	EBITDA	%
	Tiendas por Departamento	116.559	10,12%
	Mejoramiento del Hogar	156.890	13,62%
	Supermercados	30.655	2,66%
	Promotora CMR	156.635	13,60%
	Banco Falabella	78.404	6,81%
	Plaza S.A	209.236	18,17%
	Otros	129.609	11,26%
	Perú	227.026	19,71%
	Colombia	32.409	2,81%
	Argentina	27.232	2,38%
	Brasil	-13.174	-1,14%
	TOTAL	1.151.481	100%

3.2. Antecedentes de la Empresa

Almacenes Éxito S.A es una empresa multinacional Colombiana, con presencia en cuatro países sudamericanos, Colombia, Brasil, Uruguay y Argentina, siendo líder en el comercio al detalle de Suramérica, cubriendo el 75% de la población de la región.

Figura 2: Presencia de Éxito.



Fuente: www.grupoexito.com.co

Desarrolla una estrategia, mutinegocio multiformato, multiindustria y mutlimarca que opera más de 1.500 almacenes en Colombia a través de Grupo Éxito; en Brasil con Grupo Pão de Açucar, en Uruguay con Grupo Disco y Grupo Devoto, y en Argentina con Libertad, con más de 2,8 millones de metros cuadrados con cerca de 140 mil empleados.

Cuadro 4: Antecedentes de la Empresa

Ficha	Observaciones
Razón Social	ALMACENES EXITO S.A.
Rut	8909006089
Nemotécnico	EXITO
Industria	G4711 Comercio al por menor en establecimientos no especializados con surtido compuesto principalmente por alimentos, bebidas o tabaco
Regulación	Superintendencia Financiera de Colombia

El grupo mantiene un amplio portafolio de negocios complementarios como tarjetas de crédito, viajes, seguros y negocio inmobiliario.

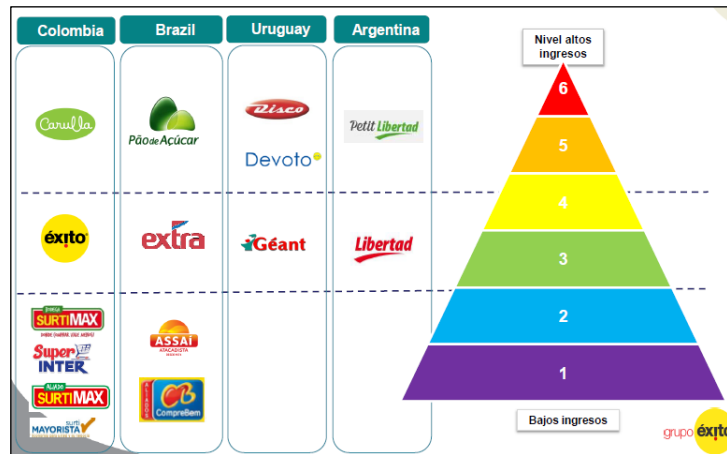
Figura 3: Marcas y número de tiendas.

Colombia			Uruguay		
Marca	Almacenes	Área Ventas (m ²)	Marca	Almacenes	Área Ventas (m ²)
Éxito	261	624.941	Devoto	48	36.996
Carulla	100	84.975	Disco	29	31.446
Surtimax	138	79.393	Geant	2	16.439
Super Inter	67	61.425	Total Uruguay	79	84.881
Total Colombia	566	850.734			
Brasil			Argentina		
Marca	Almacenes	Área Ventas (m ²)	Marca	Almacenes	Área Ventas (m ²)
Pao de Acucar	185	237.312	Libertad	15	110.594
Extra hiper	134	788.893	Mini Libertad	12	1.875
Extra super	194	222.148	Total Argentina	27	112.469
Minimercado Extra	207	53.043			
Minuto Pao de Acucar	77	18.345			
Assaí	107	420.826			
Total Brasil	904	1.740.567			

Fuente: www.grupoexito.com.co

Éxito tiene una presencia transversal en todos los estratos sociales y regiones del país opera 23 de los 32 departamentos de Colombia, en las ciudades principales e intermedias con sus diferentes formatos y marcas.

Figura 4: Marca y estrato social



Fuente: www.grupoexito.com.co

La multinacional tuvo ingresos consolidados este 2016 por un monto de \$51,6 billones de pesos colombianos principalmente por la venta de retail, con un crecimiento del 14,5% y una utilidad neta del \$43.528 millones una reducción en un 4,4% comparado con los resultados obtenidos en 2015. Posicionándose como la cadena de comercio minorista con la mayor participación de mercado.

Figura 5: Estructura Corporativa



Fuente: www.grupoexito.com.co

3.2.1. Filiales

A. En Colombia

- **Comercio al Detalle:** Cuenta con 566 almacenes de las marcas:
 - **Éxito:** 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. Cuenta con 261 puntos de venta.
 - **Carulla:** Se destaca por ser la marca Premium, especializada en productos frescos, que satisface con un estilo único de amabilidad y servicio a las necesidades de los clientes todos los días. Formato supermercado y conveniencia. Cuenta con 100 puntos de venta.
 - **Surtimax:** Ofrece a los clientes precios bajos y cercanía. Cuenta con 138 puntos de venta.
 - **Super Inter:** Es la marca reconocida por productos frescos y de la más alta calidad a precios económicos. Cuenta con 67 puntos de venta.

- **Aliados Surtimax y Super Inter:** Apoya al crecimiento y desarrollo de mini mercados y autoservicios a través del programa de Aliados de los cuales cuenta con 1250 en la marca Surtimax y Super Inter.
- **Comercio al Por Mayor:** A través de este negocio atiende a clientes profesionales con variedad de productos regionales, nacionales e importados de alta calidad y a precios competitivos, que le permitan tener una oferta diferencial en sus negocios
- **Surtimayorista:** Es la apuesta del Grupo Éxito en el formato cash and Carry (pague y lleve), dirigida tanto a clientes con menor consumo como clientes profesionales que abastecen sus necesidades individuales o que compran productos en altos volúmenes para venderlos o transformarlos.
- **Comercio Directo:** Cuenta con canales y herramientas digitales para satisfacer las necesidades de los clientes donde quiera que estos se encuentren y en el momento que lo deseen.
- **Éxito.com:** Es la tienda online número uno en Colombia, con calidad y economía de Éxito a un solo clic. A través de Marketplace, diferentes vendedores aliados ofrecen, comercializan y distribuyen sus productos en la plataforma online
- **Carulla.com:** Da a los clientes la posibilidad de obtener la calidad y exclusividad de Carulla sin salir de casa. Se especializa en productos frescos en categorías diferenciadoras como delicatessen y panadería.
- **Catálogos digitales:** Ofrece a los clientes la posibilidad de comprar productos que no se encuentren exhibidos en el almacén a través de un módulo de compra digital. Los catálogos digitales están disponibles en 126 marcas Éxito, Carulla, Surtimax y Super Inter.
- **Domicilios:** Los clientes tienen la posibilidad de comprar los productos que ofrecen los almacenes desde la comodidad de su casa a través de una llamada telefónica o por internet a través de éxito.com y Carulla.com

- **Negocio Inmobiliario**: Es una unidad de negocio del Grupo Éxito dedicada a la creación y gestión de iniciativas inmobiliarias complementarias al retail.

- **Viva Malls**: Vehículo fiduciario inmobiliario con desarrollos en Centros Comerciales y Galerías. La Compañía cuenta con 12 centros comerciales y 17 galerías comerciales en los que se suman más de 4500 locatarios, el portafolio está compuesto por centros comerciales 45%, hipermercados y galerías comerciales 26% y proyectos bajo desarrollo 29%.

- **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.
 - **Viajes Éxito**: Ofrece un completo portafolio de turismo vacacional a precios competitivos y con cobertura nacional a través de una red de agencias en principales almacenes Éxito. Cuenta con alianzas y convenios nacionales e internacionales con aerolíneas, hoteles, renta de autos, cruceros y asistencia médica en viaje.
 - **Seguros Éxito**: Ofrece a los clientes un portafolio de productos y servicios con los que puedan protegerse, proteger sus familias y su patrimonio de una manera rápida, fácil y económica
 - **Móvil Éxito**: Ofrece a los clientes servicios de telefonía celular apalancados en el comercio al detalle y con ofertas diferenciadas como redención de Puntos Éxito y Carulla por minutos y recibir puntos por las compras. Es el primer operador virtual con internet 4G LTE
 - **Multipagos Éxito**: Los clientes pueden hacer pagos, giros, recargas, abonos y comprar seguros a terceros en un solo lugar
 - **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

B. En Brasil:

Grupo Pão de Açúcar Retailers más grande en Brasil y el segundo más grande en *cash & carry* y en comercio electrónico.

Cuenta con tiendas en 19 de los 27 estados brasileños con el negocio de la venta de alimentos y en 22 con las restantes líneas de negocio con más de 139.000 empleados, en 1.106 tiendas que suman 2.8 metros cuadrados de área de venta, de los cuales 904 son tiendas de mercado alimentario, 130 droguerías y Gasolineras con 72 estaciones.

De las 904 tienen dedicadas a la venta al detalle de alimento se diferencia en el tipo de formato con 379 supermercados, 284 tiendas conveniencia, 134 hipermercados y 107 de venta *cash & carry*.

La estructura de negocio de GPA se divide en cuatro unidades de negocio, a saber:

- a) **Multivarejo** Reúne la operación de Pan de Azúcar, Extra y sus formatos de Proximidad, con el Minuto Pan de Azúcar y el Minimercado Extra. Cerro 2016 con 797 almacenes.

Consta de las siguientes tiendas alimentarias:

- **Pão de Açúcar** supermercado premium del GPA, el Pan de Azúcar ofrece una gama de productos que van desde los básicos hasta los más sofisticados. La red es reconocida por en la oferta de servicios innovadores en el pionerismo en los lanzamientos y el comercio minorista, como consultores de vinos y asistentes especializados de quesos. Además, es referencia en innovación, promoción de conceptos de salud y sostenibilidad. Cuenta con 185 locales en formato supermercado.
- **Extra:** Enfocado en satisfacer las demandas de clientes relacionadas con diferentes necesidades y ocasiones, con los formatos de hipermercados y supermercados. Adicionalmente ofrece comida, electrodomésticos y ropa.

- **Mini mercado extra:** Lanzado en 2014, el Minuto Pan de Azúcar es el formato de proximidad premium. Las tiendas tienen, en promedio, 300 m² y ofrecen surtido diferenciado, en un ambiente que reúne practicidad, comodidad, calidad y la confianza de la marca Pan de Azúcar. Las tiendas cuentan con iniciativas sostenibles, además de atención y servicios personalizados.
 - **Minuto Pão de Açúcar:** Lanzado en 2014, el Minuto Pan de Azúcar es el formato de proximidad premium. Las tiendas tienen, en promedio, 300 m² y ofrecen surtido diferenciado, en un ambiente que reúne practicidad, comodidad, calidad y la confianza de la marca Pao de Azúcar. Las tiendas cuentan con iniciativas sostenibles, además de atención y servicios personalizados.
- b) Assai:** Actúa en el segmento de atacado de autoservicio (cash and carry), con foco en la atención a clientes de micro y pequeñas empresas, además de consumidores finales que buscan economía en compras de gran volumen.
- Bajo costo operacional, precios competitivos, mezcla y volumen de mercancías adeduo a su público objetivo son los principales atractivos de la red de 107 locales bajo este formato.
- c) Via Veraje:** Líder en el segmento minorista especializado en electroelectrónicos y móviles. Es responsable de las operaciones de las Casas Bahia y del Pontofrio, además de la Bartira, marca exclusiva de muebles.
- d) GPA Malls** Negocio responsable por la gestión de los activos inmobiliarios, administración y expansión de las galerías comerciales operadas junto a las tiendas del Grupo.
- C. En Uruguay:** La operación cerró con 79 puntos de venta, Cuenta con las siguientes tiendas:
- **Disco:** Con 29 almacenes, en los departamentos de Canelones, Maldonado, Montevideo y San José.

- **Devoto:** Con 48 almacenes de los cuales 24 bajo el formula de proximidad (Devoto Express) y los restantes son supermercados. Ambos formatos se encuentran en los departamentos de Canelones, Maldonado, Montevideo.
- **Geant:** Con dos hipermercados ubicados en Montevideo y Canelones.

D. En Argentina

- Tercer actor comercial nacional inmobiliario con 160 mil metros cuadrados de área comercial arrendable (líder en la Provincia) y el primero fuera de Buenos Aires
- Cuenta con las siguientes tiendas:
Libertad cuenta con 27 almacenes, 15 hipermercados y 12 mini-mercados, con presencia en 9 provincias.

3.2.2 Acciones y accionistas

Las acciones de Almacenes Éxito S.A. se negocian en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Hace parte de importantes índices bursátiles colombianos como el Colcap.

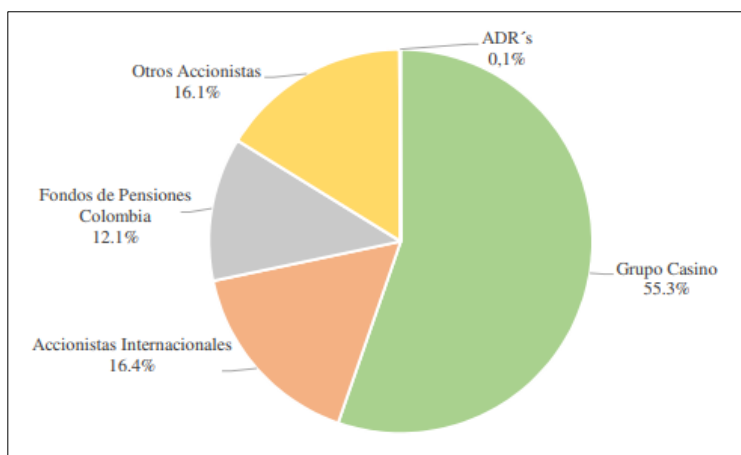
Cuadro 5: Participación de Éxito en los Índices Colombianos

Índice	% de Part.
COLCAP	3,39%
COLEQTY	3,26%
COLIR	3,42%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, www.bvc.com.co

De un total de 530 millones de acciones ordinarias autorizada en reserva hay 81.759.849 con 447.604.316 acciones en circulación, el número de accionistas al 31 de diciembre de 2016 es de 9.778 de los cuales 88,92% son personas naturales con una participación accionaria con del 8,77% y 11,08% de personas jurídicas con participación en el 91,23% del capital.

Figura 6: Distribución de accionistas principales



Fuente: www.grupoexito.com.co

La sociedad es controlada por el grupo casino (sociedad casino Guichard-Perrachon S.A.) que al 31 de diciembre de 2016 es titular indirecto a través de las sociedades Geant International B.V Geant Fonciere B.V. y Bergsaar B.V. con un 55,30% de capital social.

Cuadro 6: Principales accionistas al 31 de diciembre de 2016

Nombre del Accionista	Acciones ordinarias	% Part.
1 Geant International B.V.	187.689.792	41,93%
2 Geant Fonciere B.V.	47.725.428	10,66%
3 Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	20.296.575	4,53%
4 Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	18.145.251	4,05%
5 Bergsaar B.V.	12.130.244	2,71%
6 Jara Albarracín Manuel	11.734.213	2,62%
Alianza Fiduciaria S.A. Fideicomiso ADM	7.558.552	1,69%
7 Sonnenblume	6.883.235	1,54%
8 Moreno Barbosa Jaime	6.572.492	1,47%
9 Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	5.714.672	1,28%
10 Fondo Bursatil Ishares COLCAP	3.762.704	0,84%
11 Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.		

12	Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund	3.662.843	0,82%
13	Inversiones Pinamar S.A.	3.470.964	0,78%
14	Platinu7m International Brands Fund	3.323.481	0,74%
15	Fondo Bursatil Horizons Colombia Select de S&P	3.097.743	0,69%
16	Norges Bank	3.093.464	0,69%
17	NAT. Westminter Bank PLC Depo for 1st Ste Glob	2.907.637	0,65%
18	TIAA-CREF Funds - Emerging Markets Equit	2.729.200	0,61%
19	Vanguard Total International Stock Index Fund	2.555.271	0,57%
20	Lombard Odier Darier Hentsch Invest	2.300.000	0,51%
21	Otros	92.250.555	20,61%
Total		447.604.316	100%

La junta directiva se compone de nueve miembros elegidos en asamblea por el periodo 2016 a 2018, de estos 4 son independientes y 5 son miembros patrimoniales.

4 Análisis Operacional del Negocio e industria

Los Estados Financieros corresponden al periodo 2012 a 2016 que fueron auditados por Ernst & Young.

Dado que la empresa tiene su matriz en Colombia, los Estados Financieros están presentados en pesos colombianos y para que puedan ser comparables entre gestiones, estas fueron convertidas a UVR (Unidad de Valor Real) certificada por el Banco de la República y refleja el poder adquisitivo con base en la variación del índice de precios al consumidor durante el mes calendario inmediatamente anterior al mes del inicio del periodo del cálculo.

4.1 Análisis de crecimiento

4.1.1 Crecimiento real de las ventas de Almacenes Éxito S.A.

En agosto de 2015 se aprueba en asamblea extraordinaria, como parte de su plan de internacionalización, la compra de Grupo Pão de Açúcar en Brasil y de Libertad en Argentina. Lo anterior le asegura al Grupo ser la compañía de Retail líder en Sudamérica, al posicionarse en Brasil, Colombia, Argentina y Uruguay; llegando a un 75% de la población de la región, de acuerdo al comunicado del Grupo

Cuadro 7: Crecimiento en Ventas consolidado

	Pesos Colombianos					
	2016	2015	2014	2013	2012	2011
TOTAL VENTAS	51.639.433	24.045.971	10.484.822	10.696.961	10.229.673	8.844.710
Crecimiento ventas	114,75%	129,34%	-1,98%	4,57%	15,66%	

Como se aprecia en la tabla anterior las ventas desde 2015 siguen un patrón explosivo de incremento, el cual se deba en mayor medida a que firma adquirió en dicho año el 50% de la participación de Grupo Pão de Açúcar (Brasil) y el 100% de Libertad (Argentina).

Por lo anterior señalado, no es posible considerar el porcentaje de crecimiento de las ventas, para su proyección ya que es muy poco viable mantenerse en el tiempo un incremento en las ventas tan extraordinario. En cambio para la proyección de las ventas se tomara en consideración el porcentaje de participación de cada país en las ventas.

Cuadro 8: Porcentaje de participación en las ventas por país

	Colombia	Brasil	Uruguay	Argentina
Porcentaje de Participacion en las ventas %	22,11%	70,51%	4,65%	2,76%

Cuadro 9: Crecimiento en ventas desagregado

	Colombia	Brasil	Uruguay	Argentina	Consolidado
Ingresos Operacionales	11.417.886	36.408.941	2.402.427	1.425.367	51.639.433
%	22,11%	70,51%	4,65%	2,76%	100,00%
Utilidad Bruta	2.835.933	8.358.848	832.558	515.636	12.539.878
%Ventas	24,84%	22,96%	34,65%	36,18%	24,28%
Gastos de Administración y Ventas	2.003.183	6.540.514	644.149	446.797	9.627.756
%Ventas	17,54%	17,96%	26,81%	31,35%	18,64%
Depreciaciones y Amortizaciones	237.655	626.672	7.782	14.083	886.167
Total Gastos de Administración y ventas	2.240.838	7.167.186	651.931	460.880	10.513.923
%Ventas	19,63%	19,69%	27,14%	32,33%	20,36%
Utilidad Operacional recurrente	595.095	1.191.662	180.627	54.756	2.022.140
%Ventas	5,21%	3,27%	7,52%	3,84%	3,92%
Ingresos y Gastos no recurrentes	50.520	365.130	23.198	5.021	443.869
Utilidad Operacional (EBIT)	544.575	826.532	157.429	49.735	1.578.271
%Ventas	4,77%	2,27%	6,55%	3,49%	3,06%
EBITDA recurrente	832.750	1.818.334	188.409	68.839	2.908.332
%Ventas	7,29%	4,99%	7,84%	4,83%	5,63%
EBITDA No recurrente	782.230	1.453.204	165.211	63.818	2.464.463
%Ventas	6,85%	3,99%	6,88%	4,48%	4,77%

4.1.2 Crecimiento real de la industria

El principal objeto social de Almacenes Éxito es el comercio por menor de víveres en general.

Para entender la industria debemos analizar el comportamiento que tuvo el PIB en este caso a precios constantes por ramas de actividad económica

Para analizar el crecimiento de la industria en la cual se desenvuelve Almacenes Éxito se debe considerar que la región experimentó un año de incertidumbre político y social y un contexto macroeconómico altamente demandante, que vio un retroceso en las economías de los cuatro países y una contracción en el PIB de la región cercana al 0,7%. Los altos niveles de inflación presionaron los costos fijos de la industria del *retail*, incluyendo salarios, arrendamientos y servicios públicos.

Aún en este contexto retador, Almacenes Éxito mantuvo una posición de liderazgo en los mercados donde tiene presencia, con lo cual demostró resiliencia de su operación e impulsó importantes estrategias para continuar compitiendo, de manera efectiva y rentable, en un entorno cambiante.

Colombia

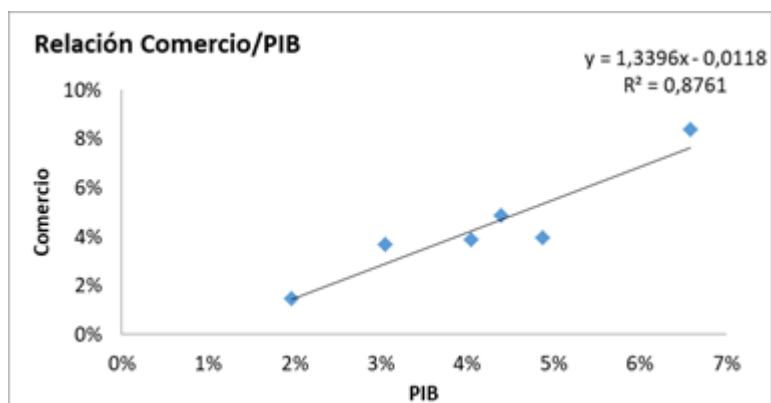
Es importante mencionar que a partir de agosto 2015 se empezaron a consolidar los resultados de Argentina y Brasil, es por esto que al comparar 2014 y 2015 no tienen la misma relación que años anteriores ni tampoco con el 2016, en cuya gestión se vio reflejada la consolidación de los 4 países durante todo un año.

Cuadro 10: Tasa de crecimiento de la industria colombiana

Proyecciones Tasas de Crecimiento	2012	2013	2014	2015	2016
PIB Colombia	4,04%	4,87%	4,39%	3,05%	1,96%
Comercio Colombia	3,89%	3,98%	4,85%	3,69%	1,47%
Ventas Almacenes Éxito	3,00%	-0,80%	2,00%	8,10%	6,90%

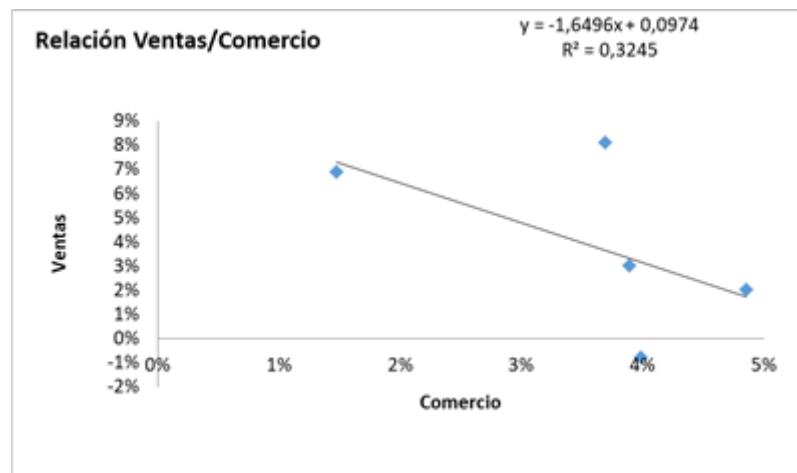
De la misma manera analizamos la relación que existe entre el Sector Comercio versus el PIB, el resultado es el siguiente

Figura 7: Relación entre el comercio y el PIB en Colombia



Realizamos una comparación entre las ventas de Almacenes Éxito versus el sector Comercio, el resultado es el siguiente:

Figura 8: Relación entre el crecimiento de las ventas de Almacenes Éxito Versus el crecimiento de la industria colombiana



Por lo que se puede analizar no existe una clara relación entre las ventas de éxito y el crecimiento de la industria en Colombia.

Brasil

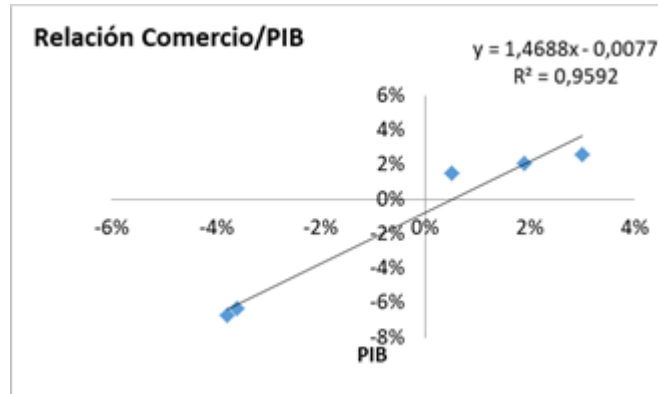
Debido a que las ventas de Brasil representan un alto porcentaje del total, se ha analizado el comportamiento de las ventas del Grupo Pão de Açúcar (GPA) antes de ser adquirida. A continuación se muestran las tasas de crecimiento de las ventas entre los años 2011 y 2016.

Cuadro 11: Tasa de crecimiento de Brasil

Proyecciones Tasas de Crecimiento	2012	2013	2014	2015	2016
PIB Brasil	1,90%	3,00%	0,50%	-3,80%	-3,60%
Comercio Brasil	2,10%	2,60%	1,50%	-6,70%	-6,30%
Ventas GPA	8,64%	12,53%	13,04%	-5,07%	11,40%

Realizamos una comparación entre el crecimiento de Comercio versus el PIB Brasil, el resultado es el siguiente:

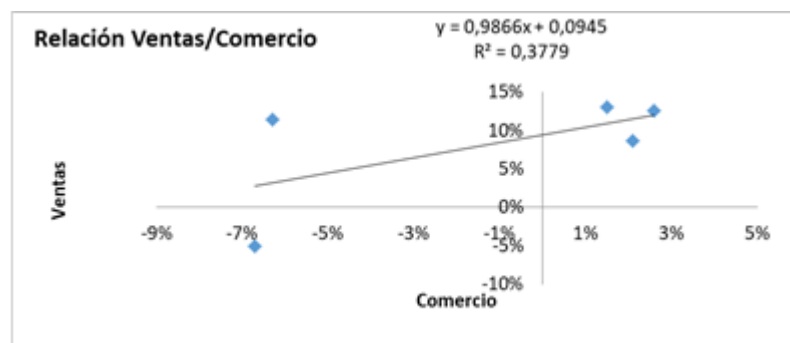
Figura 9: Relación entre el comercio y PIB de Brasil



Al igual que en Colombia la industria Brasileña de comercio está relacionada con la variación del PIB del país, como se puede inferir en la grafico anterior.

También se analizó la relación de las ventas de éxito S.A en el país versus el crecimiento de la industria.

Figura 10: Relación entre el crecimiento de las ventas de Almacenes Éxito Versus el crecimiento de la industria brasileña.



La relación entre las ventas de éxito en Brasil y la industria del comercio en el país no es tan marcada.

Uruguay

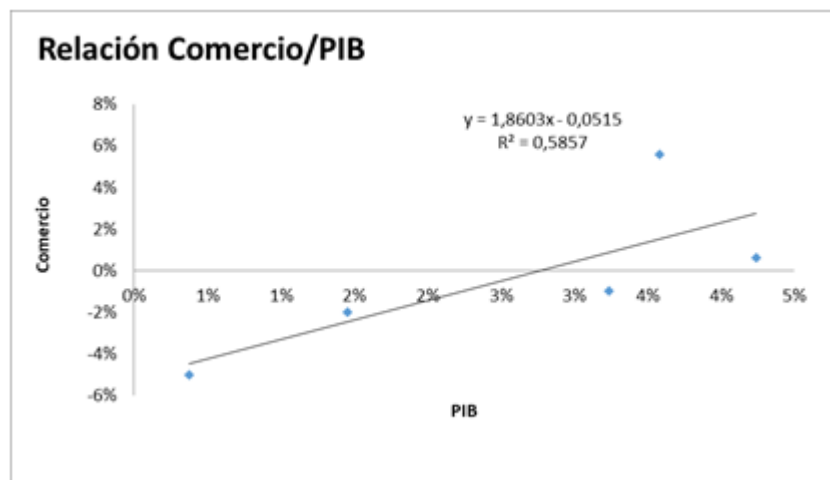
La siguiente tabla nos muestra el crecimiento de la economía en Uruguay, y la relación del crecimiento de las ventas de Éxito S.A, en el país.

Cuadro 12: Tasa de crecimiento de Uruguay

Proyecciones Tasas de Crecimiento	2012	2013	2014	2015	2016
PIB Uruguay	3,60%	4,20%	3,20%	0,40%	1,50%
Comercio Uruguay	7,00%	10,00%	-1,00%	-5,00%	-2,00%
Ventas Almacenes Éxito	11,20%	7,30%	9,20%	11,90%	11,92%

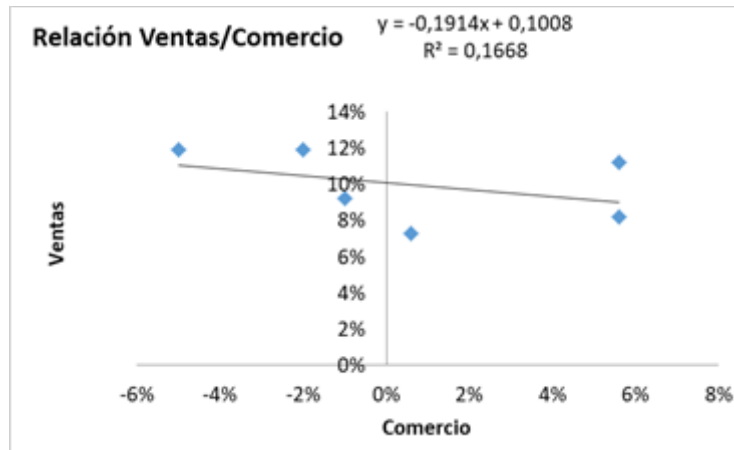
A continuación revisaremos en grafica la tabla anterior

Figura 11: Relación del comercio y el PIB de Uruguay



Como se puede observar existe una relación entre el PIB y el crecimiento de la industria comercio en Uruguay, si bien el coeficiente de determinación no es tan elevado, se observa una tendencia.

Figura 12: Relación entre el crecimiento de las ventas de Almacenes Éxito Versus el crecimiento de la industria brasileña



El grafico anterior nos muestra la relación de las ventas de éxito con el crecimiento de la industria de comercio en Uruguay, relación que no es tan directa como se podría esperar.

Argentina

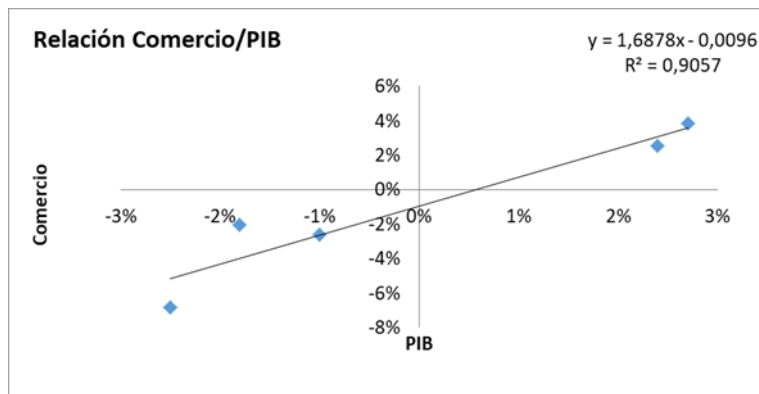
El PIB de argentina y el crecimiento de la industria comercio tuvieron el siguiente comportamiento desde 2012 a 2016:

Cuadro 13: Tasa de crecimiento de Argentina

Proyecciones Tasas de Crecimiento	2012	2013	2014	2015	2016
PIB Argentina	-1,00%	2,40%	-2,50%	2,70%	-1,80%
Comercio Argentina	-2,63%	2,54%	-6,85%	3,85%	-2,05%

Lo que se grafica de la siguiente manera

Figura 13: Relación del comercio y el PIB de Argentina



Como ha sido recurrente en el análisis de la relación Comercio y PIB de los países donde tiene operaciones el Grupo éxito S.A., se observa una alta correlación entre ambos índices también para Argentina.

4.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria

Como mencionamos con anterioridad para analizar el crecimiento de la industria nuestro análisis se enfocará en el comportamiento del PIB. Para las proyecciones de tasas de crecimiento nos apoyamos en diferentes fuentes de análisis macroeconómicos tanto locales como extranjeros.

Recopilamos las proyecciones de las siguientes entidades con sus respectivos análisis para Colombia:

Cuadro 14: Proyecciones de crecimiento del PIB Colombia

Proyecciones Crecimiento PIB	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
BBVA Research	2,4%	3,0%			
JPMorgan	2,3%	3,2%			
FMI	2,3%	3,0%			3,6%
Cepal	2,5%	3,0%			
Banco Mundial	2,3%	3,9%	4,2%	4,7%	3,4%
Capital Economics	2,5%	3,5%	4,2%	4,1%	
Consensus Forecast LatinFocus	2,3%	3,5%			
HSBC	2,0%	2,8%	3,5%	4,2%	
Promedio	2,3%	3,2%	4,0%	4,3%	3,5%

Por lo que para las proyecciones del PIB consideramos los análisis que se muestran en la tabla precedente.

Para las proyecciones del crecimiento del comercio en Colombia aplicamos la relación mostrada en el punto 2.b (PIB vs Comercio Colombia)

Los resultados son los siguientes:

Cuadro 15: Proyecciones de crecimiento Colombia

Proyecciones Tasas de Crecimiento	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
PIB Colombia	2,32%	3,24%	3,98%	4,34%	3,50%
Comercio Colombia	1,93%	3,16%	4,15%	4,64%	3,51%

Brasil

En el caso de Brasil, el país entró en una recesión económica en el segundo trimestre de 2015, lo que llevó al gobierno a proyectar para 2015 un déficit por una caída aguda de la recaudación. Analistas vaticinan además que el panorama empeorará, ya que la recesión durará dos años.

Recopilamos las proyecciones de las siguientes entidades con sus respectivos análisis para Brasil:

Cuadro 16: Proyecciones de crecimiento del PIB de Brasil

Proyecciones Crecimiento PIB	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
BBVA Research	0,6%	1,5%			
JPMorgan	0,0%	1,8%			
FMI	0,2%	1,7%			
Cepal	0,7%	2,0%			
Banco Mundial	0,3%	1,8%	2,2%	2,5%	2,6%
Capital Economics	1,0%	2,8%			
Consensus Forecast LatinFocus	0,4%	2,0%	2,3%	2,5%	
Fundación Capital	1,2%	2,4%			
Promedio	0,6%	2,0%	2,2%	2,5%	2,6%

Nuevamente, tomando estas proyecciones, es posible llegar a una estimación de las perspectivas de crecimiento económico promedio de Brasil.

Cuadro 17: Proyecciones de crecimiento del PIB

Proyecciones Tasas de Crecimiento	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
PIB Brasil	0,55%	2,00%	2,23%	2,51%	2,60%
Comercio Brasil	0,04%	2,17%	2,51%	2,92%	3,05%

Uruguay

La economía de Uruguay en 2015 presentó una fuerte caída respecto a los crecimientos de los años anteriores, recuperado en parte en 2016 se espera que la economía uruguaya siga creciendo para en el 2020 llegar cercana al crecimiento obtenido en 2014.

La siguiente tabla muestra las proyecciones de crecimiento del sector comercio en Uruguay.

Cuadro 18: Proyecciones de crecimiento del PIB

Proyecciones Crecimiento PIB	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
BBVA Research	1,9%	3,0%			
JPMorgan	3,6%	3,6%			
FMI	3,5%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%
Cepal	3,0%	3,2%			
Banco Mundial	1,6%	2,4%	3,4%		
Capital Economics	1,5%	2,0%			
Consensus Forecast LatinFocus	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	
HSBC	3,0%	3,0%			
Promedio	2,6%	2,9%	3,1%	3,0%	3,0%

La siguiente tabla muestra las proyecciones de crecimiento del sector comercio en Uruguay.

Cuadro 19: Proyecciones de crecimiento Uruguay

Proyecciones Tasas de Crecimiento	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
PIB Uruguay	2,59%	2,88%	3,10%	3,00%	3,00%
Comercio Uruguay	-0,34%	0,20%	0,62%	0,43%	0,43%

Argentina

En 2015 la economía argentina creció un 2.1% según el instituto nacional de estadísticas y censos (INDEC), lo que cambia rotundamente para 2016 donde cae en una fuerte recesión contrayéndose en un 1,8%, aun así para los siguientes años se proyecta un crecimiento para el país por distintas entidades, como se detalla en siguiente cuadro:

Cuadro 20: Proyecciones de crecimiento de PIB de Argentina

Proyecciones Crecimiento PIB	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
BBVA Research	2,8%	3,0%			
JPMorgan	3,1%	3,3%			
FMI	2,2%	2,3%			3,1%
Cepal	2,4%	2,7%			
Banco Mundial	2,7%	3,0%	3,0%	3,2%	
Capital Economics	2,0%	3,0%			
Consensus Forecast LatinFocus	2,6%	2,7%	3,0%	3,1%	
HSBC	2,5%	2,5%			
Promedio	2,5%	2,8%	3,0%	3,2%	3,1%

Cuadro 21: Proyección de tasa de crecimiento en Argentina

Proyecciones Tasas de Crecimiento	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
PIB Argentina	2,54%	2,81%	3,00%	3,15%	3,10%
Comercio Argentina	3,32%	3,79%	4,10%	4,36%	4,27%

4.2 Análisis de Costo de Operación

Dentro del rubro de sueldos y salarios se incluye el gasto correspondiente a la nueva estructura organizativa de la cual forman parte la administración y la gestión de las compañías ubicadas en Brasil, Argentina y Uruguay. Adicionalmente, dentro del gasto del periodo de la Matriz se incluye el promedio de incremento salarial a todo el personal y el incremento promedio al personal clave de la gerencia, el cual generó un efecto directamente proporcional en los rubros de aportaciones a la seguridad social, de otros beneficios a los empleados a corto plazo, de gastos por beneficios post-empleo y de planes de aportaciones definidas

Desde el año 2015 la Matriz y sus subsidiarias acordaron con algunos empleados la eliminación del beneficio de prima de antigüedad, concediendo una bonificación única y especial a quienes expresaron la voluntad de acogerse a dicha eliminación; este acuerdo generó un cambio significativo en el plan de beneficios a largo plazo, el cual dio como resultado un ahorro.

Cuadro 22: Costos de Operación históricos

COSTOS DE OPERACIÓN HISTORICOS					
ALMACENES ÉXITO	2016	2015	2014	2013	2012
Cost of Revenue	39.099.555	17.787.553	7.855.400	7.854.807	7.559.872
Selling/General/Admin. Expenses, Total	9.627.756	4.489.612	2.016.173	1.910.128	1.811.076
Selling/General/Administrative Expense	4.465.250	2.340.314	1.212.524	981.588	932.455
Labor & Related Expense	4.771.428	2.149.298	803.649	928.540	878.621
Advertising Expense	391.078	-	-	-	-
Depreciation/Amortization	886.167	435.972	-	387.438	364.558
Depreciation	886.167	435.972	-	227.015	222.855
Amortization of Intangibles	-	-	-	160.423	141.703
Interest/Investment Income - Operating	-	-29.681	-	-	-
Investment Income - Operating	-	-29.681	-	-	-
Unusual Expense (Income)	218.186	-65.893	14.056	8.720	-
Restructuring Charge	96.193	13.590	15.248	-	-
Litigation	79.991	-	-	8.720	-
Loss(Gain) on Sale of Assets - Operating	42.002	-79.483	-1.192	-	-
Other Operating Expenses, Total	224.068	73.025	-6.124	-	-
Other Operating Expense	236.149	83.440	7.861	-	-
Other, Net	-12.081	-10.415	-13.985	-	-
Total Operating Expense	50.055.732	22.690.588	9.879.505	10.161.093	9.735.506

Los gastos de administración y ventas se analizaron en función a las ventas totales al igual que las Depreciaciones y Amortizaciones

Cuadro 23: Análisis de Costos de Operación

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	Promedio
COSTO DE VENTAS	39.099.555	17.787.553	7.855.400	7.854.807	7.559.872	6.610.665	
% ventas	75,72%	73,97%	74,92%	73,43%	73,90%		74,39%
UTILIDAD BRUTA	12.539.878	6.258.418	2.629.422	2.842.154	2.669.801	2.234.045	
Gastos de administración y ventas	9.627.756	4.489.612	2.016.173	1.910.128	1.811.076	1.491.061	
% ventas	18,64%	18,67%	19,23%	17,86%	17,70%		18,42%
Depreciaciones y amortizaciones	886.167	435.972	-	387.438	364.558	324.819	
% Gtos admin y vtas	9,20%	9,71%	0,00%	20,28%	20,13%		11,87%
Total Gastos de administración y ventas	10.513.923	4.925.584	2.016.173	2.297.566	2.175.634	1.815.880	
% ventas	20,36%	20,48%	19,23%	21,48%	21,27%		20,56%
UTILIDAD OPERACIONAL RECURRENTE (ROI)	2.025.955	1.332.834	613.249	544.588	494.167	418.165	

4.3 Análisis de Cuentas no operacionales

Se identifican las cuentas no operacionales del estado de resultado, que por su naturaleza no son parte de la actividad principal. De ser recurrentes se proyectaran según su comportamiento histórico.

Cuadro 24: Costos no operacionales

COSTOS NO OPERACIONALES					
HISTORICOS ALMACENES ÉXITO	2016	2015	2014	2013	2012
Interest Expense, Net Non-Operating	-1.118.109	-396.842	-16.537	-	-
Interest Expense - Non-Operating	-1.118.109	-396.842	-16.537	-	-
Interest/Invest Income - Non-Operating	177.128	418.375	109.962	79.573	86.951
Interest Income - Non-Operating	220.037	170.584	75.469	-	-
Investment Income - Non-Operating	-42.909	247.791	34.493	79.573	86.951
Interest Inc.(Exp.),Net-Non-Op., Total	-940.981	21.533	93.425	79.573	86.951
Gain (Loss) on Sale of Assets	-	-	-	-	-
Other, Net	-257.020	-103.813	-6.959	-74.465	-20.146
Other Non-Operating Income (Expense)	-257.020	-103.813	-6.959	-74.465	-20.146
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES	-1.198.001	-82.280	86.466	5.108	66.805

4.4 Análisis de Activos

A continuación se presentan los activos de la empresa.

Cuadro 25: Análisis de Activos

ACTIVOS	2016	2015	2014	2013	2012	Clasificación	Referencia
Cash and Short Term Investments	6.218.723	10.437.997	2.856.489	2.754.165	2.507.177	Operacional	
Total Receivables, Net	2.098.283	4.490.048	349.048	417.807	359.780	No operacional	a
Total Inventory	5.778.173	8.704.328	1.244.231	1.138.925	1.106.138	Operacional	
Prepaid Expenses	119.733	166.892	27.012	-	-	No Operacional	b
Other Current Assets, Total	18.429.787	97.783	129.308	42.225	45.037	No Operacional	c
Total Current Assets	32.644.699	23.897.048	4.606.088	4.353.122	4.018.132		
Property/Plant/Equipment, Total - Net	12.256.656	12.055.301	3.005.793	3.666.886	2.248.909	Operacional	
Goodwill, Net	5.616.136	6.522.208	1.592.133	1.879.258	1.939.337	No Operacional	d
Intangibles, Net	5.663.422	3.706.065	82.070	343.386	165.881	Operacional	
Long Term Investments	3.614.785	2.417.769	1.954.032	137.056	124.956	No operacional	e
Note Receivable - Long Term	1.184.116	2.779.573	16.681	62.061	40.775	Operacional	
Other Long Term Assets, Total	1.517.752	582.802	42.036	343.572	1.784.012	Operacional	
Total Assets	62.497.566	51.960.766	11.298.833	10.785.341	10.322.002		

a) Cuentas por cobrar partes relacionadas y asociadas

El saldo las cuentas por cobrar y por pagar con partes relacionadas es el siguiente:

Cuadro 26: Cuentas por Cobrar

	Cuentas por Cobrar		Cuentas por Pagar	
	2016	2015	2016	2015
Controladora (1)	10.011	35.006	71.260	188.465
Asociadas (2)	13.318	7.961	12.580	9.553
Personal gerencia clave	29	78	-	-
Miembros de la Junta Directiva	-	-	93	1
Negocios conjuntos (3)	16.068	-	-	-
Compañías del Grupo Casino (4)	9.400	28.002	157.951	497.587
Otras partes relacionadas	-	6.533	830	5.735
Total	48.826	77.580	242.714	701.341
Porción corriente	33.142	63.251	229.981	688.637
Porción no corriente	15.684	14.329	12.733	12.704

(1) El saldo de cuentas por pagar a la controladora se deriva de lo siguiente:

(a) Acuerdo de reparto de costos – “cost sharing agreement”- firmado entre Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y el Grupo Casino el 10 de agosto de 2014, para el reembolso de los gastos incurridos por los profesionales y empresas del Grupo Casino en beneficio de esta subsidiaria. Este acuerdo fue aprobado el 22 de julio de 2014 por el Consejo de Administración.

(b) “Agency Agreement” celebrado entre Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y el Grupo Casino el 25 de julio de 2016 para regular la prestación de servicios de intermediación en la compra de bienes.

(c) Contrato de reembolso de gastos entre Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y el Grupo Casino relacionados con el contrato de prestación de servicios de intermediación en la compra de bienes.

(d) Préstamo en dólares americanos llamado "Triple S" con el HSBC pagado por el Grupo Casino al HSBC en nombre de Libertad S.A. Adicionalmente se presentan deudas de la subsidiaria Libertad S.A. por los servicios del personal expatriado.

(e) Servicios de consultoría, asistencia técnica, de seguros y administrativa prestados por Casino Guichard-Perrachon S.A. y Geant International B.V. a la Matriz y a sus subsidiarias colombianas. Incluye también cuentas por pagar correspondientes a dividendos.

El saldo de las cuentas por cobrar a la controladora incluye los cobros generados bajo el acuerdo de servicios de direccionamiento estratégico Latinoamérica celebrado con Casino Guichard-Perrachon S.A; incluye además los cobros generados por el acuerdo de reparto de costos "cost sharing agreement"

(2) Las cuentas por cobrar corresponden principalmente a saldos con FIC Promotora de Ventas Ltda. principalmente por los cobros generados por acuerdos comerciales para la promoción y venta de servicios financieros ofrecidos por FIC Promotora de Ventas Ltda. en las tiendas de Companhia Brasileira de Distribuição -CBD. Las cuentas por pagar corresponden principalmente a saldos con a FIC Promotora de Ventas Ltda. Por los gastos de gestión de crédito

(3) El saldo de las cuentas por cobrar a negocios conjuntos corresponde a una suscripción de acciones en Compañía de Financiamiento Tuya S.A. del 27 de diciembre de 2016. Debido a que Compañía de Financiamiento Tuya S.A. no obtuvo la autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia para registrar el incremento patrimonial, el valor desembolsado por la Matriz y su subsidiaria Almacenes Éxito Inversiones S.A.S. se registró como una cuenta por cobrar hasta que la autorización sea emitida, la cual se espera que se efectúe durante el primer trimestre de 2017.

(4) El saldo de las cuentas por pagar para 2015 corresponde a préstamos por pagar a Casino Finance International S.A. por servicios de centralización de efectivo; a costos por pagar a Big C-Thailandia por compra de productos; a costos y gastos por pagar a C'est Chez vous por servicios de entrega a domicilio; a costos por pagar a EMC Distribution

Société par Actions Simplifiée por servicios de centralización de compra de productos y a costos por pagar a Easydis por servicios logísticos. Al 30 de septiembre de 2016, estos saldos fueron reclasificados como parte de los activos no corrientes mantenidos para la venta, los cuales fueron vendidos al cierre de 2016.

Adicional a lo anterior, en el saldo al 31 de diciembre de 2016 y 31 de diciembre de 2015, se incluye las cuentas por pagar generadas por la prestación de servicio de soluciones de eficiencia energética en virtud del contrato celebrado el 8 de mayo de 2015 entre Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y Green Yellow. El saldo de las cuentas por cobrar corresponde principalmente a reembolso de gastos de personal.

b) Gastos pagados por anticipado

El saldo de gastos pagados por anticipado correspondía a:

	2016	2015
Arrendamientos	81.902	80.823
Gastos Bancarios	23.020	15.125
Seguros	22.746	28.469
Mantenimiento	10.740	8.325
Beneficios a empleados	10.129	26.270
Publicidad	6.991	9.870
Servicios	4.604	17.514
Impuestos	3.683	1.592
Comision de ventas	1.843	5.573
Licencias en uso	921	796
Expansión de almacenes	-	796
Otros	13.642	29.315
Total	180.221	224.468
Corriente	119.733	166.892
No corriente	60.488	57.576

c) Activos no corrientes mantenidos para la venta

Cnova N.V.

Como parte del proceso de reorganización de las operaciones de comercio electrónico, segmento E-commerce, el 24/07/2016 las subsidiarias Mameyelctro S.A.R.L. (“Luxco”) y Mameyerlecto B.V. (“Dutchco”), fueron divididas entre las sociedades Companhia Brasileira de Distribuicao Luxemburgo Holding S.A.R.L. (“CBD Luxco”), Via Varejo Luxemburgo Holding S.A.R.L (“VV Dutchco”) respectivamente, de forma que tuvieran la misma participación mantenida anteriormente por Companhia Brasileira de Distribuicao – CBD y Via Varejo S.A. Esta transacción no generó cambios en la participación societaria o cualquier efecto en la información financiera consolidada.

Posteriormente, y con el objetivo de concentrar el segmento Non-Food en una única entidad, se efectuó y aprobó en todas las instancias una reorganización societaria con participación de la controladora final Casino Guichard Perrachon S.A. y a las subsidiarias Companhia Brasileira de Distribuição - CBD, Via Varejo S.A., Cnova N.V. y Cnova Comercio Electronico S.A.

Como resultado de la transacción, Cnova Comercio Electronico S.A. incorporó a Via Varejo Dutchco, subsidiaria integral de Via Varejo S.A. Luego, con el fin de eliminar la participación recíproca entre Cnova Comercio Electronico S.A. y Cnova N.V., resultante de esta incorporación, Cnova Comercio Electronico S.A. recibió parte de las acciones de emisión de titularidad de Cnova N.V. por medio de la restitución de capital. La parte remanente fue recomprada por Cnova Comercio Electronico S.A. De este modo el capital social de Cnova Comercio Electronico S.A. pasó a ser mantenido exclusivamente por Via Varejo S.A. De acuerdo con los términos y condiciones de los contratos de préstamos existentes entre Cnova Comercio Electronico S.A. y Cnova N.V. (valuados aproximadamente USD160 millones al cierre de septiembre de 2016), esta transacción dio como resultado la obligación de pagar anticipadamente tales préstamos, los cuales fueron pagados a Cnova N.V. por Via Varejo S.A.

Finalmente el 31 de octubre de 2016, Cnova Comercio Electronico S.A. pasó a ser subsidiaria integral de Via Varejo S.A., que a su vez dejó de tener participación en Cnova N.V., perdiendo el control sobre esta subsidiaria y consecuentemente, dejando de consolidar las subsidiarias que representan el segmento de comercio electrónico en el exterior.

De acuerdo con la NIIF 5 \pm Activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas, hasta el 31 de octubre de 2016, la Matriz presenta el resultado neto de las subsidiarias que representan el segmento de comercio electrónico en el exterior después de impuestos en una única línea en el resultado del ejercicio y los saldos de los activos y pasivos como mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas. A partir de esta fecha las actividades de comercio electrónico en el exterior pasaron a ser contabilizadas utilizando el método de la participación patrimonial, en virtud de la influencia significativa mantenida por la Matriz. La información financiera al 31 de diciembre de 2015 fue reexpresada utilizando este mismo concepto para efectos de comparabilidad.

A continuación, se presenta la situación financiera de Cnova N.V., excluyendo Cnova Comercio Electronico S.A. y Cdiscount Colombia S.A.S. antes de las eliminaciones de los saldos de partes relacionadas con Cnova Comercio Electronico S.A., que representa los activos y pasivos pasaron a ser control de Casino Guichard Perrachon S.A.:

Cuadro 27: Estado de Resultado Cnova

	Oct-16
Activo	
Activo Corriente	
Efectivo y equivalente de efectivo	578.667
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	340.719
Inventarios	849.899
Otros Activos	111.161
Total Activo Corriente	1.880.446
Activos No Corrientes	
Activos por Impuestos Diferidos	35.885
Cuentas por Cobrar partes relacionadas y asociadas	491.053
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	13.221
Propiedades, planta y equipo	43.439
Activos intangibles distintos de la plusvalía	399.453
Total Activo No corriente	983.051
Total Activo No corriente	2.863.497
Pasivo	
Pasivo Corriente	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.244.966
Cuentas por pagar partes relacionadas y asociadas	1.227.633
Otros pasivos	342.643
Total Pasivo Corriente	2.815.242
Pasivo No Corriente	
Otras Provisiones	49.105
Cuentas por Pagar comerciales y otras cuentas por pagar	16.054
Total Pasivo No Corriente	65.159
Total Pasivo	2.880.401

Vía Varejo S.A

El 23 de noviembre de 2016 fue aprobado por el Consejo de Administración de Companhia Brasileira de Distribuição CBD, que la Junta Administrativa iniciara el proceso de venta de la participación en el capital de Vía Varejo S.A., alineados con su estrategia de largo plazo de enfocar el desarrollo del segmento alimenticio.

De acuerdo con la NIIF 5 ± Activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas, la Matriz considera que mediante los esfuerzos realizados, la venta es altamente probable, lo que implica la presentación del resultado neto de Vía Varejo S.A. (y su subsidiaria Cnova Comercio Electronico S.A.) después de impuestos en una única línea en el estado de resultados y los saldos de activos y pasivos como mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas. La información financiera del estado de resultados al 31 de diciembre de 2015 fue reexpresada utilizando este mismo concepto para efectos de

comparabilidad. Para el flujo de efectivo no hay efecto significativo en la aplicación de la NIIF 5

El valor de los activos y los pasivos disponibles para la venta al 31 de diciembre de 2016 es de \$19.192,006 y \$14.600,494, respectivamente. El resultado neto de las operaciones discontinuadas es de \$575,317 al 31 de diciembre de 2016 y de \$(275,059) al 31 de diciembre de 2015), incluyendo los resultados procedentes de la operación discontinuada de Cnova N.V.

La inversión en Via Varejo S.A. debe ser reconocida considerando el menor entre el valor en libros de los activos netos y el valor razonable menos los costos de venta. Se estima que el valor razonable menos los costos de venta es mayor al valor en libros de Via Varejo S.A., basados en la ponderación de diferentes métodos de valoración incluyendo: i) múltiplo de P/E (Price/Earnings), considerando empresas brasileñas negociadas en bolsa, con operaciones en el mismo segmento de Via Varejo S.A., ii) flujo de caja descontado preparado por asesores externos, usando como supuestos el 15,7% de tasa de descuento y crecimiento a perpetuidad de 5.5%, iii) promedio de primas pagadas sobre el precio de la acción antes de anunciar transacciones de adquisición de compañías listadas en la bolsa; y iv) precios objetivos de analistas financieros para la acción. Para todos los métodos descritos anteriormente, el valor en libros está dentro del intervalo razonable de valoración, de esta forma la valoración no es altamente sensible a los cambios en los supuestos de los métodos.

La subsidiaria Via Varejo S.A. posee acciones negociadas en la BM&FBovespa, con el código “VVAR11” y “VVAR3”

A continuación se presenta la situación financiera y el flujo de caja resumido de Via Varejo S.A., incluyendo los efectos de la colocación del precio de compra en las adquisiciones de Globex y Casa Bahía Ltda. y gastos directamente relacionados con las operaciones discontinuadas:

Cuadro 28: Flujo de efectivo de Vía Varejo S.A.

Flujos de Efectivo	
Flujos de Efectivo netos (utilizados) en actividades de operación	-2.314.086
Flujos de Efectivo netos (utilizados) en actividades de inversión	-208.057
Flujos de Efectivo netos (utilizados) en actividades de financiación	179.334
Movimiento neto de efectivo y equivalentes al efectivo	-2.342.809

Cuadro 29: Estado de resultado de Vía Varejo

	Dic-16
Activo	
Activo Corriente	
Efectivo y equivalente de efectivo	3.710.833
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	2.561.672
Inventarios	2.812.130
Otros Activos	648.245
Total Activo Corriente	9.732.880
Activos No Corrientes	
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar	2.885.794
Activos por Impuestos Diferidos	266.112
Cuentas por Cobrar partes relacionadas y asociadas	410.678
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participa	132.596
Propiedades, planta y equipo	1427243
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3.839.745
Total Activo No corriente	8.962.168
Total Activo No corriente	18.695.048
Pasivo	
Pasivo Corriente	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	7.675.806
Obligaciones financieras	3.252.273
Cuentas por pagar partes relacionadas y asociadas	164.824
Total Pasivo Corriente	11.092.903
Pasivo No Corriente	
Obligaciones Financieras	374.766
Pasivos por Impuestos Diferidos	781.761
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	2.144.548
Total Pasivo No Corriente	3.301.075
Total Pasivo	14.393.978

El saldo del activo no corriente mantenido para la venta, reflejado en el estado de situación financiera, al 31 de diciembre de 2016 es el siguiente:

Cuadro 30: Saldo de activos no corrientes mantenido para la venta

Activos de Via Varejo S.A.	18.695.048
Mas ajustes resultantes del proceso de la asignación del precio de compra	461.049
Total Activos Via Varejo S.A.	19.156.097
Ajuste a la plusvalía asignada a la operación discontinuada Via Varejo S.A.	-733.915
Otros (1)	7.605
Total	18.429.787

(1) En diciembre 2015, la Junta de Directiva de Libertad S.A. decidió clasificar la construcción de la tienda "Parana" como un activo disponible para la venta. Se espera que la venta se perfeccione dentro de los próximos 12 meses por un monto significativamente mayor al valor en libros del activo.

El saldo del pasivo no corriente mantenido para la venta, reflejado en el estado de situación financiera, al 31 de diciembre de 2016 es el siguiente:

Cuadro 31: Estado financiero de Via Varajo S.A

Pasivos de Via Varejo S.A.	14.393.978
Mas ajustes resultantes del proceso de la asignación del precio de compra	198.229
Total	14.592.207

A continuación se presenta el resultado de las operaciones discontinuadas de Via Varejo S.A. y Cnova N.V.:

Cuadro 32: Estado de las operaciones discontinuadas

Estado de Resultados	Via Varejo S.A.		Cnova N.V.	
	2016	2015	2016	2015
Ingresos de Actividades Ordinarias	20.360.619	6.959.472	4.818.832	2.315.270
Costo de Ventas	-14.228.643	-5.312.694	-4.348.864	-2.098.324
Ganancia Bruta	6.131.976	1.646.778	469.968	216.946
Gastos de Distribución administración y ventas	-5.340.130	-1.570.412	-451.011	-182.293
Depreciación y amortización	-181.721	-61.758	-55.306	-22.514
Participación en las ganancias (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación	26.336	8.613	-8.779	-
Otros Ingresos y Gastos Netos	-341.494	-135.333	-52.519	-75.526
Ganancia (pérdida) antes del resultado financiero	294.967	-112.112	-97.647	-63.387
Resultado Financiero Neto	-939.329	-306.810	-7.655	-8.638
(Pérdida) antes de impuestos	-644.362	-418.922	-105.302	-72.025
(Gasto)ingreso por impuestos	-24.581	18.071	-21.065	-41.310
(Pérdida) después de impuestos	-668.943	-400.851	-126.367	-113.335
Ajute del Proceso de asignación de precio de compra	12.816	134.274	15.239	104.853
Gastos directamente relacionados con las operaciones discontinuadas asignados al segmento food	-43.016	-	-24.581	-
(Pérdida) ganancia ajustada	-699.143	-266.577	-135.709	-8.482
(Pérdida) ganancia atribuible a				
Los propietarios de la controladora	-567.700	-19.621	-298	405
Participaciones no controladoras	-642.443	-246.956	-13.541	-8.887

El efecto en el resultado es el siguiente:

Cuadro 33: Estado de resultado

	2016	2015
(Pérdida) neta Via Varejo S.A.	-699.143	-266.577
(Pérdida) neta Cnova N.V.	-135.708	-8.482
(Pérdida) neta de las operaciones discontinuas	-834.851	-275.059

d) Plusvalía

El saldo de la plusvalía, neto corresponde a las siguientes combinaciones de negocio:

Cuadro 34: Saldo de Plusvalía

	2016	2015
Companhia Brasileira de Distribuição - CBD (1)	2.550.181	3.096.735
Libertad S.A. (1)	144.913	472.157
Spice Investment Mercosur S.A. (2)	1.466.948	1.499.222
Carulla Vivero S.A. (3)	827.420	827.420
Super Inter (4)	453.649	453.649
Cafam (5)	122.219	122.219
Otras (6)	50.806	50.806
Total	5.616.136	6.522.208

(1) Corresponde a la plusvalía generada en la combinación de negocios realizada en agosto 2015 para la adquisición de las operaciones de Companhia Brasileira de Distribuição - CBD en Brasil y Libertad S.A. en Argentina, a través de la Sociedad española Onper Investments 2015 L.S

(2) El saldo se compone de:

- La combinación de negocios realizada en 2011 para la adquisición de la sociedad uruguaya Spice Investments Mercosur S.A. El valor corresponde al costo atribuido en el balance inicial de acuerdo con el uso de la exención de no reexpresar combinaciones de negocios.
- Los créditos mercantiles de la plusvalía reconocida por Spice Investments Mercosur S.A. en la adquisición de sus subsidiarias de Uruguay de acuerdo con las opciones de la NIIF 1.
- La plusvalía generada en la combinación de negocios con Grupo Disco del Uruguay S.A. producto de la adquisición del control al 1 de enero de 2015.
- Plusvalía generada en la combinación de negocios realizada en 2016 por Grupo Disco del Uruguay S.A. para la adquisición de la sociedad Sumelar S.A

(3) Corresponde a la combinación de negocios por fusión con Carulla Vivero S.A. realizada en 2007. El valor fue determinado mediante el costo atribuido en el balance inicial de acuerdo con el uso de la exención de no reexpresar combinaciones de negocios.

(4) Corresponde a la adquisición de 46 establecimientos de comercio de la marca Super Inter, de los cuales 19 fueron adquiridos a finales de 2014 y los restantes 29 en abril de 2015. Adicionalmente, incluye la adquisición de 7 establecimientos de comercio realizada entre el 23 de febrero de 2015 y el 24 de junio de 2015, y la pérdida en la venta de dos activos condicionados adquiridos en la combinación de negocios por valor de \$1,714. (Ver nota 6 - Combinaciones de negocios).

(5) Corresponde al acuerdo firmado el 23 de febrero de 2015, mediante el cual se adquieren las tiendas de Cafam, las cuales habían sido operadas por la Matriz desde 2010. (Ver Nota 6 - Combinaciones de negocios). Los establecimientos de comercio adquiridos fueron posteriormente convertidos en tiendas Éxito, Carulla y Surtimax, por lo cual para efectos de las pruebas de deterioro de valor, esta plusvalía se asignó de la siguiente manera al 31 de diciembre de 2015: \$80,134 a Éxito, \$29,075 a Carulla y \$13,010 a Surtimax.

(6) Corresponde a compras de establecimientos de comercio no significativas que fueron posteriormente convertidos en tiendas Éxito, Carulla y Surtimax, por lo cual para efectos de las pruebas de deterioro de valor, esta plusvalía se asignó de la siguiente manera al 31 de diciembre de 2015: \$10,540 a Éxito, \$28,566 a Surtimax y \$10,683 a Súper Inter. Adicionalmente, se incluye la plusvalía en la combinación de negocios con Gemex O&W S.A.S. por \$1,017.

Durante los períodos informados se presentaron los siguientes movimientos en las plusvalías:

Cuadro 35: Movimientos de Plusvalía

Saldo al 31 de diciembre de 2015	6.522.208
Ajuste resultante de la finalización del proceso de asignación de precio de compra de las subsidiarias Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y de Libertad S.A.	-746.615
Saldo al 31 de diciembre de 2015, ajusta	5.775.593
Adiciones por combinaciones de negocios	1.216
Efecto de las diferencias en cambio	347.868
Disminución por pérdida de control de subsidiarias	-5.279
Reclasificación a activo no corriente mantenido para la venta	-112.765
Reclasificación a inversiones contabilizadas por el método de la participación	-390.497
Saldo al 31 de diciembre de 2016	5.616.136

e) Inversiones contabilizadas bajo el método de la participación

El saldo de las inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación es el siguiente:

Cuadro 36: Inversiones contabilizadas bajo el método de la participación

Compañía	Clasificación	2016	2015
Cnova N.V. (1)	Asociada	686.922	-
Financiera Itaú CBD - FIC Promotora de Vendas Ltda	Asociada	290.973	286.588
Compañía de Financiamiento Tuya S.A. (2)	Negocio Conjunto	90.192	-
Banco Investcred Unibanco S.A. (BINV) (3)	Asociada	-	17.514
Total		1.068.087	304.102

(1) Cnova Comercio Electronico S.A. pasó a ser subsidiaria integral de Via Varejo S.A., que a su vez dejó de tener participación en Cnova N.V., perdiendo el control sobre esta subsidiaria y consecuentemente, dejando de consolidar las subsidiarias que representan el segmento de comercio electrónico en el exterior, convirtiéndose en Asociada dada la participación mantenida por Companhia Brasileira de Distribuição ± CBD.

(2) El 31 de octubre de 2016, la Matriz y su subsidiaria Almacenes Exito Inversiones S.A.S. adquirieron el 50% de las acciones de Compañía de Financiamiento Tuya S.A. Esta inversión se clasifica como un negocio conjunto.

(3) La disminución frente al saldo al 31 de diciembre de 2015 obedece a la reclasificación para activos mantenidos para la venta

A continuación se presenta la información sobre porcentajes de participación y acciones poseídas en las inversiones contabilizadas mediante el método de la participación:

Compañías	País	Moneda funcional	Actividad económica principal	Porcentaje de Participación		Número de acciones	
				2016	2015	2016	2015
Cnova N.V. (1)	Brasil	Real brasileño	Inversión	34,05%	0%	117.963.047	
Financiera Itaú CBD - FIC Promotora de Vendas Ltda (1).	Brasil	Real brasileño	Inversión	35,76%	41,93%	386.923.764	453.683.261
Compañía de financiamiento Tuya S.A.	Colombia	Real colombiano	Crédito	50,00%	0%	4.124.061.485	
Banco Investcred Unibanco S.A. (BINV) (1)	Brasil	Real brasileño	Inversión	0%	22,00%	-	95.290

(1) El porcentaje de participación corresponde al que posee directamente Companhia Brasileira de Distribuição - CBD sobre estas inversiones.

A continuación se detalla la información financiera de las inversiones que se contabilizan bajo el método de la participación al 31 de diciembre de 2016:

	Activo corrient	Activo no corriente	Pasivo corriente	Pasivo no corriente	Patrimonio	Ingresos de actividades ordinarias	Resultado de operaciones continuadas
Cnova N.V. (1)	1.341.609	461.322	1.793.723	64.456	-55.248	6.309.307	-196.645
Financiera Itaú CBD - FIC Promotora de Vendas Ltda (1).	3.738.456	39.594	2.808.446	13.812	955.792	961.467	207.179
Compañía de financiamiento Tuya S.A.	2.474.730	-	1.393.875	935.756	145.099	857.706	10.156

El objeto social de las inversiones contabilizadas utilizando el método de participación es el siguiente: Cnova N. V. Fue constituida el 30 de mayo de 2014. Su objeto social es participar o llevar a cabo todas las actividades y operaciones relacionadas con el comercio de internet y el comercio regular, y la prestación de servicios en el campo de la venta al por menor, publicidad, transporte, comunicaciones de datos, asesoramiento empresarial y financiación, su domicilio principal se encuentra en la ciudad de Amsterdam, Holanda. Financiera Itaú CBD - FIC Promotora de Vendas Ltda. Sociedad creada conjuntamente con

Itaú Unibanco S.A. y Compañía Brasileña de Distribuição - CBD, en 2004 y con sede en Sao Paulo, Brasil. Su actividad social principal consiste en proporcionar actividades de crédito, finanzas, inversión y administrar tarjetas de crédito. Compañía de Financiamiento Tuya S. A. Negocio conjunto sobre el cual se adquirió el control conjunto el 31 de octubre de 2016. Es una entidad privada, autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia, constituida mediante escritura pública No. 7418 del 30 de noviembre de 1971 de la Notaría 1 de Bogotá, con domicilio principal en la ciudad de Medellín. La actividad principal de la compañía es la captación de recursos mediante depósitos a término con el objeto primordial de realizar operaciones activas de crédito, para facilitar la comercialización de bienes y servicios, sin perjuicio de las operaciones e inversiones que de conformidad con el régimen aplicable a las compañías de financiamiento puede realizar dentro de las condiciones o limitaciones que se señalen para el efecto. Banco Investcred Unibanco S.A. (BINV) Sociedad creada conjuntamente con Unibanco - União de Bancos Brasileiros S.A. y Via Varejo S.A., en 1966 y con su sede en Río de Janeiro, Brasil. Su objeto social principal es proporcionar servicios y productos financieros. La conciliación de la información financiera resumida presentada con el valor en libros de las asociadas y negocios conjuntos en los estados financieros consolidados es:

Compañías	2016					
	Patrimonio	Base patrimonio para aplicar el método	Participación	Valor participación de la Matriz	Valor razonable	Valor en libros
Financiera Itaú CBD - FIC Promotora de Vendas Ltda	955.792	813.684	35,76%	290.973	-	290.973
Cnova N.V.	-	-	34,05%	-	686.922	686.922
Banco Investcred Unibanco S.A. (BINV)	145.099	180.384	50,00%	90.192	-	90.192

Compañías	2015					
	Patrimonio	Base patrimonio para aplicar el método	Participación	Valor participación de la Matriz	Valor razonable	Valor en libros
Financiera Itaú CBD - FIC Promotora de Vendas Ltda	674.275	573.176	50,00%	286.588	-	286.588
Banco Investcred Unibanco S.A. (BINV)	30.251	35.028	50,00%	17.514	-	17.514

Los dividendos recibidos de las asociadas y negocios conjuntos durante el 2016 ascendieron a \$18.416 (2015 \$19.313). No se presentan restricciones sobre la capacidad de las asociadas y negocios conjuntos de transferir fondos a la Matriz en forma de dividendos en efectivo, o reembolso de préstamos o anticipos realizados. Adicionalmente,

la Matriz no posee pasivos contingentes incurridos en relación con sus participaciones en ellas. No se tienen obligaciones implícitas adquiridas por la Matriz en nombre de las asociadas y negocios conjuntos ocasionados por pérdidas que exceden la inversión mantenida. Las inversiones contabilizadas utilizando el método de participación no presentan restricciones ni gravámenes que limiten su realización o negociabilidad

5 Proyección de EERR

5.1 Proyección de Ingresos Operacionales

Para proyectar las ventas de Almacenes Éxito, se consideró como primera medida el crecimiento que tuvo el grupo en el año 2015 con la adquisición de (Grupo Pão de Açúcar) en Brasil y de Libertad, en Argentina. 8,60%: para consolidar las ventas de los cuatro países, la organización reportó dentro de los Estados Financieros, los ingresos al 100% de sus operaciones en Colombia y en Uruguay; pero en Brasil y en Argentina, solo se reportaron cuatro meses de ingresos; es decir, de septiembre a diciembre de 2015, debido a que en el segundo semestre del año fue cuando la empresa culminó el proceso de la compra en esos países.

Teniendo en cuenta lo anterior, para el año 2016 el crecimiento de la compañía se vio afectado, no solo por el crecimiento económico de cada país (PIB), sino también por el crecimiento en el ingreso de Brasil y Argentina; en el cual ya se toman los 12 meses del año, impactando tanto la comparación del ingreso de 2015 a 2016, años proyectados influyendo en el valor de la compañía. Los datos para el crecimiento económico de los cuatro países se obtuvieron de los informes más actualizados, teniendo como fuente el Fondo Monetario Internacional y las proyecciones macroeconómicas que genera el grupo de analistas de esta importante entidad.

Se utilizará el análisis de crecimiento histórico de los últimos 5 años de Almacenes Éxito, el cual está directamente relacionado con el crecimiento del sector Comercio en los mercados donde opera el Grupo Éxito, y éste a su vez de los Productos Internos Brutos de los países. Por lo tanto, a partir de las perspectivas de crecimiento económico de las economías se obtuvieron las

tasas de crecimiento real del PIB, del Comercio y de las Ventas de la compañía para los períodos del 2016 al 2020:

Cuadro 37: Proyección de crecimiento de ventas

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Colombia	2,32%	3,24%	3,98%	4,34%	3,50%	3,48%
Brasil	0,55%	2,00%	2,23%	2,51%	2,60%	2,70%
Uruguay	2,59%	2,88%	3,10%	3,00%	3,00%	3,40%
Argentina	2,54%	2,81%	3,00%	3,15%	3,10%	3,15%

Con estas proyecciones se construyen los ingresos por venta, dando los siguientes resultados:

Cuadro 38: Proyección de ingresos por venta

Proyección Estado de Resultados	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822
Ventas Netas	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822
Colombia	48.185	49.746	51.725	53.972	56.316	57.623
Brasil	150.991	154.011	157.445	161.397	165.593	166.504
Uruguay	10.165	10.457	10.781	11.105	11.438	11.734
Argentina	6.028	6.197	6.383	6.584	6.789	6.961
Total de Ingresos	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822

5.2 Proyecciones de Costo Operacional

Para estimar los costos de operación y los gastos de administración, muestran un comportamiento estable a través del tiempo en función de los ventas, por lo que se analizó el porcentaje de participación sobre las ventas de ambos rubros, debido a, como se ha mencionado anteriormente, el 2015 fue un año que cambió radicalmente los indicadores del Grupo Éxito, por lo que en la proyección se decidió ir recuperando poco a poco los niveles que tenía antes de la compra. De allí que el costo de ventas esté en un 74% sobre las ventas; mientras que en el gasto administrativo se contempló estar en el 18%, teniendo en cuenta la presión que puede tener la organización con el tema de la inflación y la devaluación en los países; lo cual genera que haya una presión importante por mantener el nivel de los gastos para contrarrestar el efecto en el costo de la mercancía vendida.

5.3 Proyección de Resultados No Operacional

Las cuentas de Ingresos y Gastos No operacionales corresponden a movimientos no recurrentes de Almacenes Éxito por lo que para su proyección se ha mantenido constante en los niveles de diciembre 2016.

5.4 Estado de Resultados Projectados

Las tasas impositivas que se aplicaron para calcular el pago de impuestos son diferentes para cada año producto de la reforma tributaria aplicada el año 2012 en Colombia

Cuadro 39: Tasa Impositiva proyectada

Proyecciones de impuesto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Impuesto a la renta	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Impuesto sobre la renta para la equidad, CREE	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Sobretasa al impuesto sobre la renta para la equidad, CREE	6%	8%	9%	0%	0%	0%
Tasa impositiva	39%	41%	42%	33%	33%	33%

Finalmente, al aplicar la tasa impositiva a la Utilidad antes de impuesto de cada período, se obtiene la Ganancia / Pérdida después de impuestos

Cuadro 40: EERR Proyectados hasta 2022

Proyección Estado de Resultados	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822
Ventas Netas	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822
Colombia	48.185	49.746	51.725	53.972	56.316	57.623
Brasil	150.991	154.011	157.445	161.397	165.593	166.504
Uruguay	10.165	10.457	10.781	11.105	11.438	11.734
Argentina	6.028	6.197	6.383	6.584	6.789	6.961
Total de Ingresos	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822
Total de Costos	160.213	163.964	168.371	173.372	178.637	180.635
Beneficio Neto	55.156	56.447	57.964	59.686	61.499	62.187
Gastos de administración y distribución	44.280	45.316	46.535	47.917	49.372	49.924
Gastos inusuales	900	900	900	900	900	900
Other Operating Expenses, Total	924	924	924	924	924	924
Total Gastos de la operación	206.316	211.104	216.729	223.113	229.833	232.384
Ingresos Operacional	9.052	9.307	9.606	9.945	10.303	10.438
Gasto por intereses, neto no operativo	-4.612	-4.612	-4.612	-4.612	-4.612	-4.612
Ingresos no operacionales	731	731	731	731	731	731
Interest Inc.(Exp.),Net-Non-Op., Total	-3.881	-3.881	-3.881	-3.881	-3.881	-3.881
Otros Ingresos no operacionales	-1.060	-1.060	-1.060	-1.060	-1.060	-1.060
Ingresos antes de impuestos	4.111	4.366	4.665	5.004	5.362	5.497
Impuesto	- 1.686	- 1.834	- 1.539	- 1.651	- 1.769	- 1.814
Ingresos despues de impuestos	5.797	6.199	6.204	6.656	7.131	7.312

6 Proyección de Flujo de Caja Libre (FCL)

Después de determinar los flujos proyectados, se realizan los ajustes necesarios para la proyección de los Flujos de caja bruto, desde 2017 a 2021, en millones de UVR.

Cuadro 41: Flujo de caja bruto

FLUJO DE CAJA BRUTO	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Net Income	5.797	6.199	6.204	6.656	7.131	7.312
AJUSTES						
Depreciaciones y amortizaciones	2.236	2.288	2.350	2.420	2.493	2.521
Otros ingresos y gastos (después de Imptos)	- 625	- 615	- 710	- 710	- 710	- 710
Ingresos financieros (después de Imptos)	431	424	489	489	489	489
Costos financieros (después de Imptos)	2.721	2.675	3.090	3.090	3.090	3.090
	10.559	10.971	11.423	11.945	12.493	12.702

Para el ajuste de la depreciación y amortización, se considera la data de diciembre 2016 y se proyecta como porcentaje constante.

Una vez obtenido el flujo de caja bruto se restan las Inversiones y capital de trabajo, para obtener el FCL, según las siguientes consideraciones

6.1 Inversión de Reposición.

Se considera esta inversión como la necesaria para mantener los activos actuales, en los estados financieros no hay una referencia precisa sobre su magnitud, por lo cual se considera un consideraremos un el 1% de las ventas al no ser una intensiva en depreciación, en la industria es de un 2% de las ventas, por lo que nuestra estimación es conservadora.

Cuadro 42: Inversión en reposición

DATOS PROYECTADOS	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022P
Inversión Reposición		2.236	2.288	2.350	2.420	2.493	2.521
Inversión Reposición (% Depreciación)		100%	100%	100%	100%	100%	100%

6.2 Inversión en nuevo activo fijo.

Para Éxito 2016 y sobre todo 2015 has sido años de uso intensivo de, debido a la adquisición de nuevos negocios.

Cuadro 43: Incremento en Activo fijo

DATOS HISTORICOS	2016	2015	2014	2013	2012	
Ventas Netas	212.974	105.300	48.755	51.475	50.100	
Propiedad, Planta y Equipo	73.662	76.830	14.828	28.510	21.298	PROMEDIO
%Participación	35%	73%	30%	55%	43%	47%

Cuadro 44: Proyecciones de inversión en activo fijo

DATOS PROYECTADOS	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Ingresos Proyectados	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822
Activo Fijo Proyectado	101.594	103.972	106.767	109.938	113.277	114.544
Inversión de Activo Fijo Proyectado	2.379	2.795	3.171	3.339	1.267	-

6.3 Inversión en capital de trabajo.

El Capital de trabajo corresponde a la inversión destinada a inyectar recursos cuando han aumentado las ventas. El capital de trabajo para poder calcular el FCL (Flujo de Caja Libre), es el capital operativo neto.

Cuadro 45: Estimación de Capital de Trabajo

CAPITAL DE TRABAJO	2016	2015	2014	2013	2012
Disponibles (Efectivo y equivalentes)	25.648	45.718	13.283	13.252	12.278
Deudores (Cuentas por cobrar)	4.587	7.178	1.136	1.284	516
Inventarios	23.831	38.125	5.786	5.480	5.417
Total AC para CTON	54.067	91.021	20.205	20.017	18.211
Cuentas por pagar	39.581	66.708	10.006	8.586	8.100
Total PC para CTON	39.581	66.708	10.006	8.586	8.100
CTON	14.486	24.313	10.199	11.431	10.111
Ventas Totales	212.974	105.300	48.755	51.475	50.100
RCTON (CTON/Ventas)	6,80%	23,09%	20,92%	22,21%	20,18%
Promedio	19%				
En días de venta	64				

6.4 Déficit o exceso de capital de trabajo.

Cuadro 46: Déficit o exceso de CTON

	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Ingresos Operacionales PROYECTADAS	212.974	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822
Incremento Ingresos Operacionales Proyectados	2.395	5.042	5.924	6.723	7.078	2.686	
RCTON	18,64%	18,64%	18,64%	18,64%	18,64%	18,64%	18,64%
Aumentos/Disminuciones Capital de Trabajo	446	940	1.104	1.253	1.319	501	-

	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Ingresos Operacionales PROYECTADAS	212.974	215.369	220.411	226.335	233.058	240.136	242.822
RCTON	18,64%						
CTON Proyectado	39.697	40.144	41.083	42.188	43.441	44.760	45.261
Δ CTON = RCTON (Ventas_{t+1} - Ventas_t)	446	940	1.104	1.253	1.319	501	-
Capital de Trabajo OBSERVADO	14.486						
Capital de Trabajo ESTIMADO	40.144						
Deficit	-	25.658					

Con este último dato concluimos el FCL

6.5 Activos Prescindibles

Los activos prescindibles al 30 de diciembre de 2016 son:

Cuadro 47: Activos prescindibles

Activos Imprescindibles	2016
Prepaid Expenses	494
Other Current Assets, Total	76.012
Goodwill, Net	23.163
total de Activos No prescindible	99.669

6.6 Deuda Financiera

El siguiente es el detalle de la deuda financiera al 30 de diciembre de 2016:

Cuadro 48: Deuda financiera

Deuda Financiera	2016	2015	2014	2013	2012
Deuda Financiera CP	13.271	17.549	772	492	379
Deuda Financiera LP	25.193	32.513	169	722	735
Total deuda financiera	38.465	50.062	941	1.214	1.113
Caja	25.649	45.727	13.284	13.251	12.278
Deuda financiera Neta	12.815	4.335	-12.343	-12.037	-11.164

Con la estimación anterior se construye el FCL.

Cuadro 49: Flujo de Caja Libre

FLUJO DE CAJA BRUTO	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
	10.559	10.971	11.423	11.945	12.493	12.702
Inversión en reposición	- 2.236	- 2.288	- 2.350	- 2.420	- 2.493	- 2.521
Inversión en capital físico	- 2.379	- 2.795	- 3.171	- 3.339	- 1.267	-
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	940	1.104	1.253	1.319	501	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	6.884	6.992	7.155	7.505	9.234	10.181

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

Como parte de la evaluación necesitamos establecer el Valor Terminal, que en este caso corresponde a al valor de la empresa sin oportunidades de crecimiento a partir del año siguiente al periodo de proyección (T+1).

$$V(T) = \frac{FCL(T+1)}{k_0}$$

Para los flujos en T+1 no se consideran aumento de inversión, ni uso de capital. Obteniendo como valor terminal MM UVR 118.373.

De acuerdo a los valores anteriormente calculados se realiza la valoración económica de la empresa.

Cuadro 50: Valoración económica al 30/12/2016

VALORACION ECONOMICA		
Valor Presente de Flujo de Caja Libre		110.948
Activos prescindibles		99.665
Exceso/Déficit de Capital de Trabajo	-	25.658
Valor Total de Activos al 31/12/2016		184.956
Deuda Financiera	-	38.462
Patrimonio Económico		146.494
Número de acciones		447.604.316
Precio de la acción UVR		60,214
Valor UVR 31/12/2016		242,46
Precio de la acción COP		14.600
Precio acción 31/12/2016		15.000
DIFERENCIA	-	400
%DIFERENCIA		-3%

Según los parámetros establecidos el valor de la acción al 31 de diciembre de 2016 es de 14.600

8 Conclusión

La valoración de empresas en uno de los estudios más relevantes de las compañías y una excelente herramienta en ámbito de los negocios, estudio que nunca será exacto ni único.

El modelo de flujos descontados se hace cargo del riesgo del negocio, de la estructura del capital y de las estimaciones futuras del negocio. Lo anterior vasados en supuesto de mercado o comportamiento histórico.

La valoración por flujos descontados arrojó un valor de la acción de Éxito S.A en 14.600 pesos colombianos para el 30 de diciembre de 2016, siendo el valor de cierre de 3% sobre el precio a la fecha, por lo anterior las acciones de Éxito se encontrarían sobrevaloradas.

9 Bibliografía

<http://www.revistapym.com.co/destacados/como-ha-evolucionado-el-retail-colombia>

<https://www.elheraldo.co/economia/colombia-el-segundo-pais-mas-atractivo-para-invertir-en-retail-en-america-latina-271474>

<http://www.portafolio.co/negocios/inversiones-minoristas-en-colombia-498785>

<https://www.larepublica.co/globoeconomia/walmart-grupo-exito-y-cencosud-los-reyes-del-retail-en-latinoamerica-2397496>

<https://www.larepublica.co/consumo/en-retail-la-competencia-es-entre-exito-y-jumbo-2347466>

Proyecciones de crecimiento

Cepal https://www.cepal.org/sites/default/files/pr/files/tabla_proyecciones_octubre2017.pdf

FMI Perspectivas de la economía mundial: Introducción y capítulo 1 - abril de 2017 18
de abril de 2017

BM

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/26800/9781464810244.pdf>

https://www.focus-economics.com/sites/default/files/latinfocus_consensus_forecast_-_august_2017_1.pdf

<http://www.gpabr.com/pt/conheca-o-gpa/quem-somos/sobre-o-grupo/>

<http://www.gpabr.com/pt/negocios-e-marcas/marcas/minuto-pao-de-acucar>

<http://www.gpabr.com/pt/negocios-e-marcas/marcas/mini-extra>

<http://www.disco.com.uy/index.php/locales>

https://www.libertadsa.com.ar/grupo_casino.php

www.cei.gov.ar/userfiles/pib_a.xls

BM

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/26800/9781464810244.pdf>

https://www.focus-economics.com/sites/default/files/latinfocus_consensus_forecast_-_august_2017_1.pdf

<http://www.gpabr.com/pt/conheca-o-gpa/quem-somos/sobre-o-grupo/>

<http://www.gpabr.com/pt/negocios-e-marcas/marcas/minuto-pao-de-acucar>

<http://www.gpabr.com/pt/negocios-e-marcas/marcas/mini-extra>

<http://www.disco.com.uy/index.php/locales>

https://www.libertadsa.com.ar/grupo_casino.php

www.cei.gov.ar/userfiles/pib_a.xls

10 Anexos

