



**VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A.
COLOMBIA
Mediante Método De Múltiplos**

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

Alumno: Iris Frontanilla Rojas

Profesor: Mauricio Jara Bertin

Santiago, diciembre 2018

Cuadro 1: Ranking de empresas del rubro	15
Cuadro 2: Ficha descripción de Cencosud S. A.	15
Cuadro 3:Ficha SACI Falabella	17
Cuadro 4: Antecedentes de la Empresa	21
Cuadro 5: Participación de Éxito en los Índices Colombianos	26
Cuadro 6: Principales accionistas al 31 de diciembre de 2016.....	28
Cuadro 7: Bono de Éxito	29
Cuadro 8: Múltiplos a analizar	43
Cuadro 9: Indicadores de la empresa.....	45
Cuadro 10: Múltiplos obtenidos para la industria.....	46
Cuadro 11: Múltiplos obtenidos para Éxito	47

Figura 1: Índice GRDI 2016.....	14
Figura 2: Presencia de Éxito.	18
Figura 3: Marcas y número de tiendas.	19
Figura 4: Marca y estrato social	19
Figura 5: Estructura Corporativa	20
Figura 6: Distribución de accionistas principales	27

INDICE

1	Resumen Ejecutivo.....	6
2	Principales Métodos de Valoración	7
2.1	Modelo de descuento de dividendos	7
2.2	Método de Flujos de Caja Descontados.....	8
2.3	Método de múltiplos	11
3	Antecedentes de la Empresa e Industria.....	13
3.1.	Antecedentes de la industria.....	13
3.2.	Antecedentes de la Empresa.....	18
3.2.1.	Filiales	21
3.2.2	Acciones y accionistas.....	26
4	Descripción del financiamiento de la empresa	29
5	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	30
5.1	Deuda financiera de la empresa	30
5.2	Patrimonio económico.....	36
5.3	Estructura capital objetivo	37
6	Estimación del Costo de Patrimonio y del Costo de Capital de la Empresa.....	37
6.1	Estimación del Beta patrimonial de la empresa.....	37
6.2	Estimación del costo de capital de la Empresa	38
7	Valoración de la Empresa por Múltiplos	42
7.1.1	Ratio Precio Utilidad (<i>Price-Earing Ratio</i>):.....	43
7.1.2	Ratio Valor Empresa/ EBITDA (<i>Enterprise Value to EBITDA</i>):	43
7.1.3	Ratio Valor Empresa/ EBIT (<i>Enterprise Value to EBITDA</i>):.....	44
7.2.1	Ratio Precio Valor Libro (<i>Price to Boock Equity</i>):	44

7.2.2	Ratio Valor Libro Value to (<i>Book Ratio</i>):.....	44
7.3	Múltiplos de ingresos	45
7.3.1	Ratio Precio Ventas (<i>Price to Sales Ratio</i>):.....	45
7.3.2	Ratio Valor empresa Venta (<i>Enterprice Value to Sales Ratio</i>):.....	45
8	Conclusiones	48
9	Bibliografía	49

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 valoración 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 valoración 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 han crecido 3.5 veces, representando un porcentaje importante del PIB.

Asimismo, este sector ha ido desarrollando negocios complementarios (seguros, áreas arrendables, créditos, entre otros) que les han permitido diversificar y aumentar los 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 posesiona 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 y comparable para Grupo Éxito es Cencosud S.A. y SACI 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 Nemo-técnico	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 <table border="1" data-bbox="715 734 1426 1299"> <thead> <tr> <th>Segmento</th> <th>EBITDA</th> <th>%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Supermercados</td> <td>427.220</td> <td>47,64%</td> </tr> <tr> <td>Centros Comerciales</td> <td>184.343</td> <td>20,55%</td> </tr> <tr> <td>Mejoramiento del Hogar</td> <td>148.316</td> <td>16,54%</td> </tr> <tr> <td>Tiendas por Departamento</td> <td>55.082</td> <td>6,15%</td> </tr> <tr> <td>Servicios Financieros</td> <td>81.829</td> <td>9,12%</td> </tr> <tr> <td>TOTAL</td> <td>896.790</td> <td>100%</td> </tr> </tbody> </table>			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%
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 Nemo­técnico	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 Açúcar, 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.

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			

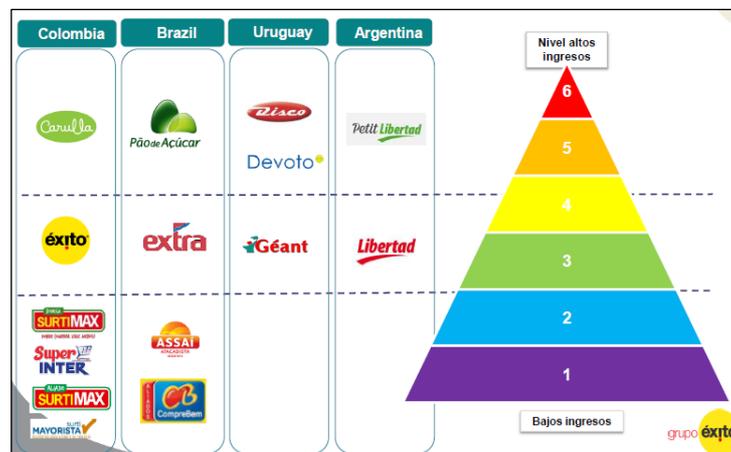
Brasil			Argentina		
Marca	Almacenes	Área Ventas (m ²)	Marca	Almacenes	Área Ventas (m ²)
Pao de Acucar	185	237.312	Libertad	15	110.594
Extra hiper	134	788.893	Mini Libertad	12	1.875
Extra super	194	222.148	Total Argentina	27	112.469
Minimercado Extra	207	53.043			
Minuto Pao de Acucar	77	18.345			
Assaí	107	420.826			
Total Brasil	904	1.740.567			

Fuente: www.grupoexito.com.co

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

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

Figura 5: Estructura Corporativa



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.

Cuadro 4: Antecedentes de la Empresa

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

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 adecuado 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.

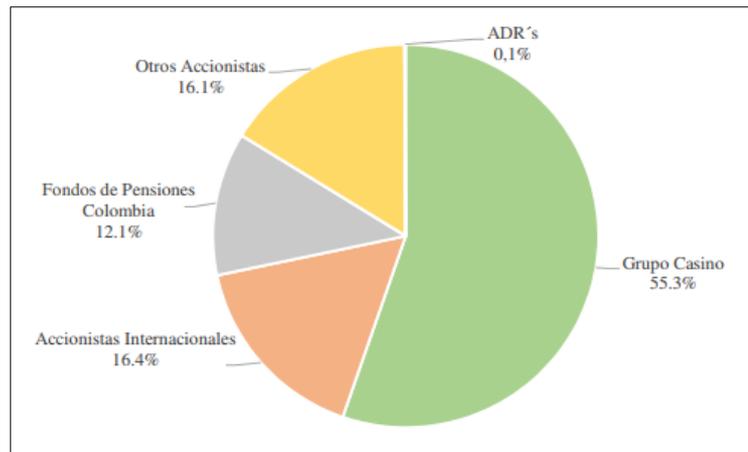
Cuadro 5: Participación de Éxito en los Índices Colombianos

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	6.572.492	1,47%
10 Fondo Bursatil Ishares COLCAP	5.714.672	1,28%
11 Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.	3.762.704	0,84%
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 Descripción del financiamiento de la empresa

El grupo Éxito a diciembre de 2016 mantiene dos bonos vigentes ambas emisiones realizada por Companhia Brasileira de Distribuição.

Cuadro 7: Bono de Éxito

	Observaciones
Bono	CBRDA2 (Serie Única) (Emisión N°12)
Nemotécnico	BRPCARDBSOA9
Fecha de Emisión	12/09/2014 (Se comenzó a comercializar el 17/09/2014)
Valor Nominal (VN o D)	1.000
Moneda	Reales
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	12/09/2019
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	107% de DI (Brazil Interbank Deposit Rate) (Tasa Flotante), últimos 2 años se agrega el 50% de amortización del VN. (Pagos 8 y 10)
Periodicidad	6 meses
Número de pagos (N)	10
Tabla de Pagos	12-03- 2015 57,728419
	14-09- 2015 70,12072
	14-03- 2016 72,1
	12-09- 2016 73,3
	13-03- 2017 107% de DI
	12-09- 2017 107% de DI
	12-03- 2018 107% de DI
	12-09-2018 107% de DI+50% de amortización
	12-03- 2019 107% de DI

	12-09-2019 107% de DI+50% de amortización
Periodo de Gracia	No tiene periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Inversión (fortalecer el capital de trabajo y mantener su estrategia de efectivo)
Clasificación de Riesgo	brAA+ (Standard & Poor's)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	5,57%. Estimada con el precio de Venta.
Precio de venta el día de la emisión.	1055,65224
Valor de Mercado	Se transó sobre la par, el día de la emisión al precio indicado en el punto anterior.

La 13° edición de bonos simples

A diciembre 2016 la mayor fuente de financiamiento la deuda bancaria.

5 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

5.1 Deuda financiera de la empresa

Para determinar la estructura de la deuda financiera de la empresa, se utilizó la información financiera histórica de los años terminados 2012 al 2016, mismos que se encuentran expresados en pesos colombianos y posteriormente se convirtieron a “unidades de valor real” (UVR) para poder hacer las cifras comparables.

La unidad de valor real (UVR) es certificada por el Banco de la República y refleja el poder adquisitivo con base en la variación del índice de precios al consumidor (IPC) durante el mes calendario inmediatamente anterior al mes del inicio del período de cálculo. La UVR es una unidad de cuenta usada para calcular el costo de los créditos de vivienda que le permite a las entidades financieras mantener el poder adquisitivo del dinero prestado. (Fuente: Banco de la República – Colombia)

Para la determinación de la deuda financiera, se consideraron los pasivos financieros a corto y largo plazo, y los otros pasivos financieros a corto y largo plazo:

	UVR				
	2016	2015	2014	2013	2012
	242,45	228,27	215,03	207,84	204,20
Deuda Financiera CP	13.271,47	17.549,24	771,98	492,33	378,90
Deuda Financiera LP	25.193,05	32.512,78	169,35	721,72	734,57
Total deuda financiera	38.464,52	50.062,01	941,33	1.214,05	1.113,47
Caja	25.649,37	45.726,86	13.283,94	13.251,49	12.277,94
Deuda financiera Neta	12.815,15	4.335,16	-12.342,60	-12.037,45	-11.164,48

Préstamos bancarios: En agosto de 2015 la Matriz suscribió créditos con bancos nacionales por valor de \$3.25 billones y con bancos del exterior por \$1.21 billones (USD 400 millones a una tasa de cambio de \$3,027.20 pesos colombianos) para la adquisición de las operaciones de Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y Libertad S.A., a través de la sociedad española Onper Investment 2015 S.L. Estos créditos se miden al costo amortizado utilizando el método de la tasa de interés efectiva; en la medición se incluyen los costos de transacción por valor de \$14,332. En ambos contratos la Matriz se compromete a solicitar aprobación a los bancos si requiere realizar las siguientes transacciones: constitución de gravámenes sobre los activos, celebrar transacciones extraordinarias con cualquier afiliada, incurrir en deuda adicional cuando este ocasione un incumplimiento con el crédito y/o sin previa autorización de los acreedores; los acreedores otorgarán automáticamente la autorización si se cumple con el indicador de incurrencia, medido con los últimos estados financieros publicados por la Matriz, entre otras. En enero y en abril de 2016, la Matriz solicitó desembolsos por \$400,000 y \$100,000, respectivamente, del tramo rotativo del contrato de crédito suscrito en el mes de julio de 2015. En agosto de 2016 se realizó una reperfilación del crédito rotativo por \$500,000 por un plazo de 2 años y del crédito de tesorería rotativo con un plazo de 1 año. En agosto de 2016 se pagó \$97,495 del saldo de los préstamos bancarios no corrientes; en noviembre de 2016 se pagó \$55,000 y en diciembre de 2016 se pagó \$500,000 de los préstamos corrientes. En junio de 2016, la subsidiaria Devoto Hermanos S.A. suscribió créditos con bancos de Uruguay para el pago de dividendos a un plazo de 3 meses a tasa fija por \$4,417. El saldo también incluye préstamos suscritos por Companhia Brasileira de Distribuição - CBD para capital de

trabajo por valor de \$5.6 billones (2015 - \$3.2 billones) de corto plazo y \$0.9 billones (2015 - \$2.5 billones) de largo plazo. La disminución frente al saldo al 31 de diciembre de 2015 obedece a la reclasificación a activos mantenidos para la venta, ver Nota 47. El patrimonio autónomo Viva Mall suscribió préstamos por \$200,000 mil millones en los siguientes 5 tramos: \$140,000 en agosto de 2016, \$9,000 en septiembre de 2016, \$24,000 en octubre de 2016 y \$27,000 en diciembre de 2016); todos estos préstamos fueron cancelados el 23 de diciembre de 2016.

Opción de Venta: La Matriz tenía un contrato de opción de venta con los propietarios de participaciones no controladoras de las subsidiarias Grupo Disco de Uruguay S.A. El precio de ejercicio de esta opción se basaba en una fórmula predeterminada, la cual podía ser ejercida en cualquier momento. Esta opción se media al valor razonable y tenía un valor de \$ 310,323. El 30 de junio de 2016, la Matriz transfirió este contrato de opción de venta a la subsidiaria Spice Investments Mercosur S.A

Compromisos adquiridos en los contratos de crédito (obligaciones financieras) El objetivo de los compromisos adquiridos en los contratos de crédito es asegurar que se cumplan las cláusulas financieras correspondientes a las deudas y préstamos obtenidos en agosto de 2015 en donde se definieron los requerimientos de estructura de capital (covenants) y otras obligaciones por parte del deudor. El incumplimiento de estas cláusulas financieras permitiría que el banco reclame de manera inmediata el pago de las deudas y préstamos. No se han registrado incumplimientos de las cláusulas financieras de ninguna deuda o préstamo que devengan interés en el período corriente. La Matriz está obligada a realizar prepagos de las obligaciones relacionadas sin que se genere ninguna comisión de prepagos o penalidad, en los siguientes eventos:

(a) Venta de activos: Cuando en cualquier momento durante el plazo la Matriz enajene activos de su propiedad, en una o varias operaciones, y que de manera agregada excedan del 20% de los activos relacionados en (i) los estados financieros del 2014 o (ii) los últimos estados financieros anuales disponibles, lo que resulte mayor, prepagará un valor equivalente al 40% o al 80% de los ingresos netos recibidos por dichas ventas, salvo (i) por enajenaciones realizadas como parte del giro ordinario de su negocio, o (ii) cuando los

ingresos netos en efectivo recibidos por la venta sean reinvertidos dentro de los 12 meses siguientes a la recepción, en otros activos.

(b) Indemnizaciones de seguros: Cuando en cualquier momento, durante el plazo la Matriz reciba una o varias indemnizaciones de seguros como consecuencia del pago de uno o varios siniestros consistentes en la pérdida o daño de uno o varios activos de su propiedad que en el agregado excedan del 20% de los activos relacionados en los últimos estados financieros anuales disponibles, la Matriz prepagará un valor equivalente al 40% o al 80% de los ingresos netos recibidos, según el momento en que se vaya a realizar el prepago, salvo cuando dentro de los 18 meses siguientes a la recepción de los ingresos netos en efectivo recibidos por la indemnización se empiece a realizar la reinversión de dichos recursos.

(c) Prepagos bajo el contrato de crédito puente: Cuando la Matriz vaya a realizar cualquier prepago al crédito con bancos en moneda extranjera, la Matriz deberá prepagar el tramo de corto plazo a prorrata de la cantidad prepagada al crédito con bancos en moneda extranjera y a prorrata de la proporción de cada acreedor.

Obligaciones adquiridas en los contratos de crédito (obligaciones financieras)

(a) Financieras: La Matriz se compromete a mantener un indicador financiero de apalancamiento máximo de 3.5x. Este indicador será medido anualmente el 30 de abril con base en los estados financieros consolidados y auditados de cada ejercicio.

(b) Endeudamiento: Abstenerse de: (i) incurrir en nuevo endeudamiento en caso de encontrarse en incumplimiento de la obligación financiera y/o en el evento en que la incurrencia en nuevo endeudamiento tenga como efecto el incumplimiento de la obligación financiera actual y (ii) incurrir en deuda adicional sin la autorización de los acreedores. En el evento en que la Matriz tenga la intención de incurrir en deuda adicional requerirá la autorización previa de los acreedores, la cual se entenderá otorgada automáticamente si la Matriz cumple con el indicador de incurrencia el cual debe ser medido con base en los últimos estados financieros separados que hayan sido revelados en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Otros Pasivos Financieros:

Bonos Emitidos: Companhia Brasileira de Distribuição - CBD utiliza la emisión de bonos para fortalecer el capital de trabajo, mantener su estrategia de efectivo y de alargamiento de su perfil de deuda e inversión. Los bonos emitidos no son convertibles en acciones, no poseen cláusulas de repactación y no poseen garantía, excepto para las emisiones de las subsidiarias, en las cuales la subsidiaria ofrece el aval. La forma de amortización de los bonos varía de acuerdo con la emisión. Se tienen previstas las siguientes modalidades de amortización: - Pago exclusivo al vencimiento con remuneración anual (10° emisión de CBD); - Pago exclusivo al vencimiento con remuneración semestral (11° emisión de CBD); - Cuotas anuales a partir del cuarto año de la emisión (12° emisión de CBD) y pagos semestrales. Las emisiones 12° y 13° tienen derecho redención anticipada en cualquier momento de acuerdo con las condiciones establecidas en el instrumento de emisión. El 1 de agosto de 2016, fue realizada la 2° emisión de papeles comerciales de la Companhia Brasileira de Distribuição ± CBD. Fueron emitidos 200 títulos con valor unitario de \$2,302, para un total de \$460,401. Los recursos netos obtenidos con la emisión fueron utilizados integralmente para reforzar el capital de trabajo. El 20 de diciembre de 2016, Companhia Brasileira de Distribuição ± CBD realizó la 13° emisión de bonos simples, no convertibles en acciones, sin garantías, en serie única, los cuales fueron colocadas de forma privada con Ares Serviços Imobiliários Ltda, que a su vez, cedió y transfirió a Ápice Securitizadora S.A., la cual adquirió los Bonos y los Derechos Crediticios de Agronegocio (CRA) con el propósito de vincularlos a la 2° serie de la 1° emisión de certificados por cobrar de Agronegocio. Los recursos serán destinados exclusivamente a la compra de productos agropecuarios y hortícolas, tales como frutas, verduras, legumbres, lácteos, aves y otras proteínas animales naturales, directamente de los productores y cooperativas rurales. El valor de \$932,773 captado tiene vencimiento el 20 de diciembre de 2019, con intereses de 97.5% del CDI que serán pagados semestralmente. La subsidiaria Companhia Brasileira de Distribuição ± CBD tiene la obligación de mantener índices financieros relacionados con las emisiones realizadas. Esos índices son calculados con base en la información financiera consolidada preparada según las prácticas contables adoptadas en Brasil, los cuales son: (i) la deuda neta (deuda menos efectivo y equivalentes de efectivo y cuentas por cobrar) sin exceder el patrimonio neto; y (ii) índice de deuda neta consolidada/Ebitda menor o igual a 3.25. Al 31 de diciembre de 2016, la compañía daba cumplimiento a estos índices.

Papeles Comerciales: Companhia Brasileira de Distribuição - CBD realizó la emisión de títulos de deuda el 1 de agosto de 2016 con fecha de vencimiento el 30 de enero de 2017 y tasa de interés 108% del CDI, con el objetivo de fortalecer su capital de trabajo.

Instrumentos Financieros Derivados: Los instrumentos financieros derivados reflejan la variación en el valor razonable de los contratos forward y swaps designados para cubrir las fluctuaciones en las tasas de tipo de cambio de las obligaciones adquiridas en moneda extranjera. Los valores razonables de estos instrumentos se determinan mediante modelos de valoración comúnmente usadas por los participantes del mercado que utilizan variables distintas de los precios cotizados que son observables para los activos o pasivos, directa o indirectamente. En el estado de situación financiera los instrumentos financieros derivados (forward y swap) se miden a su valor razonable, en cada fecha de cierre contable. La variación que se presenta entre el 31 de diciembre de 2016 y el 31 de diciembre de 2015 corresponde a la baja en las tasas de cierre de valoración de los forward y swap, las cuales se situaron por debajo del promedio de las tasas pactadas con los diferentes actores financieros

	2016	2015	2014	2013	2012
Total deuda financiera	38.464,52	50.062,01	941,33	1.214,05	1.113,47

Fuente: Notas a los Estados Financieros, Grupo Éxito, 2016

Podemos ver que comparado con la anterior gestión hubo una reducción del endeudamiento, gracias a la exitosa definición e implementación de una estrategia de optimización financiera, incluyendo iniciativas en capital de trabajo de la Compañía

Comité Financiero: El trabajo del comité financiero durante el 2016 estuvo determinado por el seguimiento a los indicadores económicos. Igualmente tuvo a su cargo la revisión de las alternativas del endeudamiento con la finalidad de modificar las condiciones de deuda actuales (2016) buscando minimizar el monto de intereses pagados. Asimismo continuó con el análisis de las opciones de reperfilamiento de la deuda, los impactos de dicha deuda en el Estado de Resultados de la Compañía y realizó un seguimiento a las obligaciones derivadas de contratos de crédito o covenants en relación al aterrizaje del ratio de

endeudamiento Deuda Financiera Neta / EBITDA ajustado y las coberturas frente a las fluctuaciones de la tasa de cambio y tasa de interés. El comité tomó decisiones frente a la utilización de instrumentos derivados (forwards, interest rate swaps y cross currency swaps) para minimizar el impacto de la volatilidad del mercado en el Estado de Resultados. (Fuente: Informe de Gestión Grupo Éxito 2016)

5.2 Patrimonio económico

El Patrimonio económico de la empresa se obtiene multiplicando el número de acciones por el precio de las mismas cada periodo:

	2016	2015	2014	2013	2012
UVR	242,45	228,27	215,03	207,84	204,20
N° acciones	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316
Precio acción (MM\$colombianos)	15.000	13.260	29.200	29.940	35.500
Patrimonio Económico (MM\$colombianos)	6.714.065	5.935.233	13.070.046	13.401.273	15.889.953
Patrimonio Económico (UVR)	27.692	26.001	60.781	64.479	77.815

El capital autorizado de la Matriz está representado en 530.000.000 de acciones ordinarias con un valor nominal de \$10 de cada una

El capital suscrito y pagado asciende \$4.482 al 31/12/2016 y al 31/12/2015

El número de acciones en circulación es de 447.604.316 y el número de acciones propias readquiridas es de 636.835 acciones por un valor de \$2.735 en las mismas fechas de presentación

La prima en colocación de acciones representa el mayor valor pagado sobre el valor nominal de las acciones el cual asciende \$4.843.466 al 31/12/2016 y al 31/12/2015

5.3 Estructura capital objetivo

Al analizar la estructura de capital, se observa que el endeudamiento bajo comparado con la gestión pasada (esto debido a que en 2015 Almacenes Éxito tuvo una expansión internacional)

		Promedio	Últimos 2 años	2016	2015	2014	2013	2012
Razon de Endeudamiento	B/V	25,75%	61,98%	58,14%	65,82%	1,53%	1,85%	1,41%
Razon Patrimonio a valor de la empresa	P/V	74,25%	38,02%	41,86%	34,18%	98,47%	98,15%	98,59%
Razon de la deuda a patrimonio de la empresa	B/P	67,26%	165,72%	138,90%	192,54%	1,55%	1,88%	1,43%

6 Estimación del Costo de Patrimonio y del Costo de Capital de la Empresa

6.1 Estimación del Beta patrimonial de la empresa

El beta patrimonial de la empresa, es la representación del riesgo sistemático de la acción de una compañía. En este caso, dado que se está valorando una empresa con presencia bursátil del 100%, este beta es posible determinarlo a partir de los precios históricos de la acción y debido a que la empresa tiene deuda, representa el beta patrimonial con deuda ($\beta_{p_éxito}^{c/d}$).

Para la estimación del riesgo de la acción de Almacenes Éxito, se efectuará una regresión lineal entre los retornos de la acción de Éxito y los retornos del mercado, utilizando para ello una forma simplificada del modelo CAPM denominada Modelo de Mercado la cual trata de explicar el comportamiento histórico de los retornos de la acción como resultado del comportamiento histórico de los retornos del mercado:

$$R_{éxito} = \alpha + \beta_{p_éxito}^{c/d}(R_m) + \varepsilon$$

El retorno de mercado R_m se obtiene a partir de aquel portafolio que contiene todos los activos de riesgo en la economía. En la práctica se utiliza un Índice Accionario que contenga la mayor cantidad de activos en la economía y en el caso de Colombia corresponde al COLEQTY, el cual es un índice general que está compuesto por las

40 acciones con mejor función de selección de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante (capitalización ajustada) de cada una de las especies, y dentro del cual Almacenes Éxito representa un 2,873%.

Utilizando los precios de la acción de ÉXITO y del COLEQTY se obtuvo el retorno semanal de ambos. Luego, para períodos de 2 años, conformando un total de aproximadamente 104 datos de retornos, se estimó el $\beta_{p_éxito}^{c/d}$ para los años 2012 a 2016, al 31 de diciembre de cada año, obteniendo los siguientes resultados, donde todos resultan ser estadísticamente significativos.

	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	0,728459116	1,164655455	1,166766591	1,391987319	1,30914296
p-value	0,00000016378	0,00000000042	0,00000000000	0,00000000001	0,00000000007
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

Finalmente, a partir de la regresión entre los retornos de la acción de ÉXITO y los retornos del COLEQTY, se obtiene para septiembre de 2015 un Beta de 1,309.

Como podemos observar de la tabla anterior el riesgo no diversificable de Almacenes Éxito se ha incrementado a partir del 2015 como consecuencia de la adquisición de las filiales que actualmente posee en Brasil, Uruguay y Argentina

6.2 Estimación del costo de capital de la Empresa

La tasa de **Costo de Capital** será calculada mediante el método del promedio ponderado o WACC, para lo cual es necesario obtener el costo de la deuda k_b y el costo patrimonial o costo de los accionistas k_p .

$$k_{0\ wacc} = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

Por lo que también debemos contar con información del mercado de Colombia, ya que para la obtención de algunos datos se aplicará el modelo CAPM.

De acuerdo al Banco de la República (Banco Central de Colombia), la tasa libre de riesgo para el país es la que otorgan los Títulos de Tesorería (TES) del Gobierno. Al 31 de diciembre de 2016, la tasa libre de riesgo (R_f) es de 3,19% (Tasa Cero Cupón TES UVR a término), la cual corresponde a los títulos de la tesorería denominados en UVR con vencimiento a 10 años.

Por su parte, el Premio por Riesgo de Mercado de Colombia corresponde a un 8,2% de acuerdo a la fuente Damodaran, a Diciembre 2016.

En cuanto a la tasa impositiva, el impuesto sobre la renta para las compañías en Colombia es del 25%. Existe también, desde el año 2013, el impuesto para la equidad CREE, el cual es un tributo de destinación específica para la financiación de programas de inversión social, que surgió para garantizar el presupuesto de estas entidades ante la eliminación de los parafiscales, del 9%. Adicionalmente, para los años comprendidos entre 2015 y 2018 una sobretasa de CREE entre del 5%, 6%, 8% y 9% respectivamente. Haciendo un total de 40% como Tasa Impositiva (25% + 9% + 6%)

A. Costo de la Deuda (k_b)

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

Dado que la empresa no registra deuda vigente en bonos de largo plazo, se consideraron los gastos por intereses, préstamos y arrendamientos financieros (costos financieros), afectada por inflación. El resultado es un 7,68%

B. Beta de la Deuda (β_b)

C. Por CAPM se realiza el cálculo del beta de la deuda β_b :

D. $k_b = R_f + PRM * \beta_b$

E. $7,68\% = 3,19\% + 8,2\% * \beta_b$

F. $\beta_b = 0,548$

G. **Beta de la Acción** $(\beta_p^{C/D})$

De acuerdo a los cálculos efectuados en el punto anterior el Beta de la acción es 1,309

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

Almacenes éxito corresponde a una empresa apalancada cuyo costo de deuda es superior a la tasa libre de riesgo. Por esta razón, es necesario desapalancar el beta de la acción o beta patrimonial con deuda, de acuerdo a la estructura de capital histórica del período de la estimación, es decir, de los últimos 2 años correspondiente a un B/P de 165,73%. Se utiliza además la tasa impositiva aplicable al mismo período de 40%, correspondiente al 25% de impuesto a la renta, más el 9% del CREE, más el 6% de sobretasa al CREE. Utilizamos la fórmula de Rubinstein para deuda riesgosa

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left(1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right) - \beta_d (1 - t_c) \frac{B}{P}$$

$$1,309 = (\beta_p^{S/D}) (1 + (1 - 40\%) * 165,72\%) - 0,548 (1 - 40\%) * 165,72\%$$

$$(\beta_p^{S/D}) = 0,96$$

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

Ahora, es necesario volver a apalancar el beta de acuerdo a la estructura de capital objetivo B/P 138,9% y con la tasa impositiva que regirá en el largo plazo de un 33%. (El artículo 240 del Estatuto Tributario establece que la tarifa general del impuesto sobre la

renta será del 34% para el año gravable 2017 y del 33% de 2018 en adelante). Utilizamos nuevamente Rubinstein

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

$$(\beta_p^{C/D}) = 0,96 * (1 + (1 - 33\%) 165,72\% - 0,548 * (1 - 33\%) * 165,72\%$$

$$(\beta_p^{C/D}) = 1,347$$

J. Costo Patrimonial (k_p)

La obtención del costo patrimonial o costo de los accionistas k_p se realiza mediante el modelo de CAPM, a partir de beta patrimonial con deuda recién obtenido

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

$$(k_p) = 3,19\% + 8,2\% * 1,347$$

$$(k_p) = 14,23\%$$

K. Costo de Capital (k_0)

Finalmente, es posible realizar el cálculo de la tasa de costo de capital promedio ponderado de Almacenes Éxito S.A. utilizando la estructura de capital objetivo:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

$$(k_0) = 14,23\% * 41,86\% + 12\% (1 - 33\%) * 58,14\%$$

$$(k_0) = 8,6\%$$

Datos	dic-16					
Tasa libre de riesgo	rf	3,19%	Curva de los Bonos cero cupón con vencimiento a 10 años del Ministerio de Hacienda de Colombia			
Prima por riesgo mercado	PRM	8,20%	Dato obtenido de Damodaran			
Impuesto	tc	39%	Se aplica el promedio de la la tasa impositiva de 2015 y 2016			
Beta de la accion	$\beta_p^{c/d}$	1,309				
Gastos por Intereses, préstamos y arrendamientos financieros		1.118.109	Estados Financieros. Nota 34			
Deuda Fin.		9.325.772	Cálculo Deuda Financiera			
Costo deuda	kb	12%		KB		7,68%

CALCULOS

	Beta de la accion	Costo de la deuda	Beta de la Deuda	Beta patrimonial sin deuda	Beta patrimonial con deuda	Costo Patrimonial	Costo de Capital
	Beta c/d	Kb	Bd	Beta s/d	Beta c/d	Kp	Kwacc
Éxito	1,309	7,68%	0,548	0,93	1,347	14,23%	8,60%

B/V obj	61,98%
P/V obj	38,02%
B/P obj	165,72%
B/P hist	165,72%

Impto. LP	33,0%
Impto. Hist	39,0%
Rf	3,19%
PRM	8,20%

7 Valoración de la Empresa por Múltiplos

Para este método de se requiere de dos empresas comparables que como se mencionó en la sección 3.1, al 30 de diciembre de 2016 las empresas más similares son Cencosud S.A. y SACI Falabella.

Los siguientes son los ratios utilizados en el análisis:

Cuadro 8: Múltiplos a analizar

N°	TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
7.1	MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	7.1.1. PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
		7.1.2. ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA*
		7.1.3. ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT**
7.2	MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	7.2.1. PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of Equity
		7.2.2. VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)
7.3	MÚLTIPLOS DE INGRESOS	7.3.1. PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
		7.3.2. ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues

7.1. Múltiplos de ganancia

7.1.1 Ratio Precio Utilidad (*Price-Earing Ratio*):

Es la relación del precio de la acción de una entidad con el beneficio neto. El valor de esta razón muestra cuantas veces el beneficio neto anual de cada empresa se incluye en el precio de la acción de esta, cuando este es más elevado implica que los inversionistas están pagando más por una unidad de beneficio.

$$PE = \frac{\text{Precio de mercado de la acción}}{\text{Utilidad por acción}}$$

7.1.2 Ratio Valor Empresa/ EBITDA (*Enterprise Value to EBITDA*):

Este ratio nos permite obtener una aproximación al flujo de caja, nos permite saber cuántas veces debe repetirse el EBITDA para alcanzar el valor de la empresa.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Valor de la empresa}}{EBITDA}$$

7.1.3 Ratio Valor Empresa/ EBIT (*Enterprise Value to EBITDA*):

Ratio similar al anterior, centrado en el resultado operacional, este ratio mide las veces que debe repetirse el EBIT para alcanzar el Valor de la Empresa.

$$EV/EBIT = \frac{\text{Valor de la empresa}}{EBIT}$$

7.2. Múltiplos de valor libro

7.2.1 Ratio Precio Valor Libro (*Price to Book Equity*):

Este ratio determina la rentabilidad de la inversión.

$$PBV = \frac{\text{Valor de mercado del Patrimonio}}{\text{Valor libro del Patrimonio}}$$

7.2.2 Ratio Valor Libro Value to (*Book Ratio*):

Ratio similar al PBV, incluyendo la deuda actual

$$\text{Valor mercado} / \text{Valor libro} = \frac{\text{Valor de mercado del Patrimonio} + \text{Valor Mercado deuda}}{\text{Valor libro del Patrimonio} + \text{Valor Libro Deuda}}$$

7.3 Múltiplos de ingresos

7.3.1 Ratio Precio Ventas (*Price to Sales Ratio*):

Este índice refleja cuanto están dispuestos a pagar los inversionistas por cada peso de las ventas.

$$P/S = \frac{\text{Valor de mercado del Patrimonio}}{\text{Ingresos}}$$

7.3.2 Ratio Valor empresa Venta (*Enterprise Value to Sales Ratio*):

Explica el valor de la empresa como una suma de valor de mercado de los recursos de la empresa. Considera el valor de mercado de cada componente y no el valor contable.

$$VS = \frac{\text{Valor de mercado del Patrimonio} + \text{Valor de mcdo de la deuda} - \text{efectivo}}{\text{Ingresos}}$$

En el siguiente cuadro se detalla los indicadores contables de Éxito S. A.

Cuadro 9: Indicadores de la empresa

ITEM CONTABLE	2016 a diciembre
UTILIDAD POR ACCIÓN	862
EBITDA	2.464.463
EBIT	1.578.271
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	19.737.138
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	57.234.833
VENTAS POR ACCIÓN	115
VENTAS	51.639.433
UTILIDAD	385.700
Nº Acciones	447.604.316
Nº Acciones en MM	448
DEUDA FINANCIERA	9.325.772

Por ultimo con los ratios obtenidos de la industria se calculan los de Éxito.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2015		Promedio	2016		Promedio
		CENCOSUD	FALABELLA		CENCOSUD	FALABELLA	
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	17,07	21,36	19,22	13,88	21,18	17,53
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	5,61	9,20	7,41	11,91	10,10	11
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	40,69	21,37	31,03	40,06	19,55	29,81
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,5	2,30	2,4	3,24	2,56	2,9
	VALUE TO BOOK RATIO	2,53	0,9	1,72	3,25	1,00	2,13
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,13	1,43	1,28	1,47	1,63	1,55
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,10	1,32	1,21	1,45	1,47	1,46

Cuadro 10: Múltiplos obtenidos para la industria

Cuadro 11: Múltiplos obtenidos para Éxito

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa en \$MM Colombianos	Patrimonio	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			15.834
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	22.690.248	13.364.476	29.858
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	48.009.371	38.683.599	86.424
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		52.298.710	116.841
VALUE TO BOOK RATIO	109.951.986	100.626.214	224.811
PRICE TO SALES RATIO (PS)		73.065.640	163.237
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	68.978.926	59.653.154	133.272

8 Conclusiones

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 12.226 para el 30 de diciembre de 2016, siendo el valor de cierre de 61,8 un 15% por sobre las proyecciones, 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