



# VALORACIÓN DE ALMACENES ÉXITO COLOMBIA, MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO.

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS

---

ALUMNO: Claudia Troncoso Rodríguez

PROFESOR GUÍA: Mauricio Jara Bertin.

Santiago, Marzo 2019.

*Este trabajo está dedicado a mi madre Gloria y a mi abuela Flor Bagolini, mujeres perseverantes, de objetivos claros, luchadoras en todo ámbito de la vida, mujeres valientes defensoras de su familia, también lo dedico a mi padre, familia y amigos más cercanos que siempre me apoyaron en este proceso, alentando y entregando sus buenas energías, ha sido una experiencia enriquecedora, sigo creyendo firmemente que querer es poder, a todos un fuerte abrazo.*

Claudia Troncoso Rodríguez

<u>1 Resumen Ejecutivo</u> .....	3
<u>2 Metodología de Valoración</u> .....	4
<u>2.1 Método de Flujo de Caja Descontados</u> .....	5-7
<u>2.2 Método de Valoración Por Múltiplos</u> .....	7-8
<u>3 Antecedentes de la Empresa</u> .....	9-11
<u>3.1 Tipo de Negocio</u> .....	11-13
<u>3.2 Antecedentes Financiero Grupo</u> .....	14-19
<u>3.3 Accionistas</u> .....	20-21
<u>3.4 Filiales que Componen Grupo Éxito</u> .....	21-23
<u>3.5 Antecedentes de la Industria</u> .....	24-25
<u>3.6 Cencosud</u> .....	26
<u>3.7 Falabella</u> .....	26-27
<u>4 Descripción Financiamiento de la Empresa</u> .....	28-30
<u>5 Estimación Estructura de Capital de la Empresa</u> .....	30
<u>5.1 Deuda Financiera</u> .....	31
<u>5.2 Patrimonio Económico( Bursátil) de Almacenes Éxito</u> .....	31
<u>5.3 Valor de la Empresa</u> .....	32
<u>5.4 Estructura de Capital Promedio y Objetivo</u> .....	32
<u>6 Costo Patrimonial y Costo Capital de la Empresa</u> .....	33
<u>6.1 Beta de la Acción</u> .....	33-34
<u>6.2 Costo de la Deuda</u> .....	34
<u>6.3 Beta de la Deuda</u> .....	35
<u>6.4 Beta Patrimonial con Deuda</u> .....	35-37
<u>6.4 Beta Patrimonial Sin Deuda</u> .....	35-37
<u>6.5 Beta Patrimonial con Deuda</u> .....	37-38

<u>6.6 Costo Patrimonial</u> .....	38
<u>6.7 Costo de Capital</u> .....	39
<u>7 Análisis Operaciones del Negocio e Industria</u> .....	40
<u>7.1 Análisis de Crecimiento</u> .....	40-43
<u>7.2 Perspectivas Económicas FMI y BM</u> .....	43-44
<u>7.3 Crecimiento Real del PIB en los países donde Opera Grupo Éxito según FMI</u> .....	44
<u>7.5 Perspectivas de Crecimiento</u> .....	45
<u>7.6 Perspectivas de Inflación</u> .....	45-46
<u>7.7 Perspectiva de Crecimiento de la Industria para los Años 2018-2022</u> .....	47-48
<u>7.8 Riesgos Identificados</u> .....	48
<u>7.8.1 Riesgos Internos</u> .....	49
<u>7.8.2 Riesgos Externos</u> .....	49
<u>7.9 Evolución y Perspectivas</u> .....	50-51
<u>8 Análisis Económico por Segmento Geográfico de Participación</u> .....	52-54
<u>8.1 Tasa de Crecimiento Real de Ingreso Años 2015-2017 por Segmento Geográfico</u> .....	54-57
<u>9 Análisis de Costos de Operación</u> .....	57-58
<u>9.1 Estimación Porcentual Gastos de Administración y Vta Respecto a los Ingresos</u> .....	58-59
<u>9.2 Estimación Porcentual Gastos de Distribución Respecto a los Ingresos</u> .....	59
<u>9.3 Porcentaje de Participación Relativa EERR Consolidado Respecto a los Ingresos</u> .....	60
<u>10 Análisis de Cuentas No Operacionales</u> .....	61
<u>10.1 Análisis de Cuentas de Activos</u> .....	61-62
<u>11 Proyección del Estado de Resultados de acuerdo al Análisis Macroeconómico</u> .....	62-64
<u>12 Proyección Costos de Operación</u> .....	64-65
<u>13 Proyección Estado de Resultado 2018 a 2022</u> .....	66-68
<u>14 Proyección Flujo de Caja Libre</u> .....	68-71

<u>14.1 Inversión en Reposición</u> .....	71-72
<u>14.2 Estimación de Nuevas Inversiones en Base al Capex</u> .....	72-73
<u>14.3 Estimación Inversion en Capital de Trabajo Operacional Neto CTON</u> .....	73-77
<u>14.4 Estimación de Déficit o Exceso de Capital de Trabajo</u> .....	77
<u>14.5 Activos Prescindibles Grupo Éxito</u> .....	78-79
<u>15 Valoración Económica y Calculo del Precio de la Acción</u> .....	80-83
<u>16 Valoración Empresa a través del Método de Múltiplos</u> .....	84
<u>16.1 Riesgo de Mercado Asociado al Rubro de Retail</u> .....	85
<u>16.2 Ingresos por Actividades Ordinarias Cencosud y Falabella por País</u> .....	85-86
<u>16.3 Datos Cencosud y Falabella Junio 2017- 2018</u> .....	87-92
<u>16.4 Cálculo Múltiplo de Ganancia Sector Industrial</u> .....	92-93
<u>16.5 Cálculo Múltiplo Valor en Libro Sector Industrial</u> .....	94
<u>16.6 Cálculo Múltiplo de Ingreso Sector Industrial</u> .....	94-95
<u>16.7 Múltiplos Almacenes Éxito versus Sector Industrial</u> .....	95-96
<u>17 Indicadores Almacenes Éxito</u> .....	96-99
<u>18 Conclusiones</u> .....	100-101
<u>Anexos</u> .....	101-103
<u>Bibliografía</u> .....	104

## Índice de Tablas

Tabla 1: Múltiplos de Ganancias .....	8
Tabla 2: Múltiplos Valor Libro.....	8
Tabla 3: Múltiplos de Venta o Ingresos .....	8
Tabla 4: Almacenes y Área de Venta en la Región .....	11
Tabla 5: Activos Corrientes Totales, desde 2014 a Jun 2018. ....	14
Tabla 6: Activos No Corrientes y Total de Activos, desde 2014 a Jun 2018.....	15
Tabla 7: Pasivos Corrientes Totales, desde 2014 a Jun 2018. ....	16
Tabla 8: Pasivos No Corrientes y Pasivos Totales, desde 2014 a Jun 2018.....	17
Tabla 9: Patrimonio y Patrimonio - Pasivos Totales, desde 2014 a Jun 2018.....	18
Tabla 10: Pasivos No Corrientes y Pasivos Totales, desde 2014 a Jun 2018.....	18
Tabla 11: Resumen Antecedentes Almacenes Éxito en Bolsa de Valores de Colombia.....	19
Tabla 12: Lista de los 12 Mayores Accionistas de Almacenes Éxito .....	20
Tabla 13: Tipos de Línea de Negocios Almacenes Éxito, Cencosud y Falabella.....	25
Tabla 14: Resumen Antecedentes Cencosud en Bolsa de Comercio de Santiago.....	25
Tabla 15. Resumen Antecedentes Falabella en Bolsa de Comercio de Santiago.....	26
Tabla 16: Ingresos Actividades Ordinarias Cencosud.....	26
Tabla 17: Ingresos por Actividades Ordinarias Falabella. ....	27
Tabla 18. Descripción del Bono en Reales Brasil .....	28
Tabla 19: Cálculo de Tasa de Costo de la Deuda ( $k_b$ ) .....	30
Tabla 20: Detalle de Deuda Financiera .....	31
Tabla 21: Detalle Patrimonio Económico. ....	31
Tabla 22: Valor de la Empresa .....	32
Tabla 23: Estructura de Capital Objetivo. ....	32
Tabla 24: Estructura de Capital Promedio .....	32
Tabla 25 Resumen Beta de la Acción .....	33
Tabla 26. Promedio Tasa Impositiva Colombia, Brasil. ....	37
Tabla 27: Tasa Impositiva Colombia y Brasil .....	37
Tabla 28: Ingresos Provenientes de las Notas a los Estados Financieros .....	41
Tabla 29: Ingresos por Actividades Ordinarias por País .....	42
Tabla 30. Ingresos por Actividades Ordinarias Brasil. ....	43
Tabla 31. Cambio Porcentual en el PIB Real por País, según el FMI. ....	44
Tabla 32. Cambio Porcentual en el PIB Real por País, según el BM .....	45

Tabla 33. Proyecciones de Inflación en los Países donde opera Grupo Éxito.....	46
Tabla 34 : Inflación Histórica en América Latina y el Caribe .....	46
Tabla 35. Tasa de Crecimiento del PIB, Desempleo, Consumo e IPC en Brasil durante el periodo 2010-2017.....	52
Tabla 36: Tasa de Crecimiento del PIB, Desempleo, Consumo e IPC en Colombia .....	53
Tabla 37: Tasa de Crecimiento del PIB, Desempleo, Consumo e IPC en Argentina .....	53
Tabla 38. Tasa de Crecimiento del PIB, Desempleo, Consumo e IPC en Uruguay .....	54
Tabla 39. Ingresos por Actividades Ordinarias por Zona Geográfica.....	56
Tabla 40: Ingresos por Actividades Ordinarias desde 2015 a 2107 .....	57
Tabla 41: Porcentaje del Costo de Venta sobre Ingresos de Actividades Ordinarias. ....	58
Tabla 42. Porcentaje de Los Gastos de Administración respecto a los Ingresos por Actividades Ordinarias .....	58
Tabla 43. Detalle de los Gastos de Administración y Ventas .....	59
Tabla 44. Porcentaje de Los Gastos de Distribución respecto a los Ingresos por Actividades Ordinarias. ....	59
Tabla 45: Estado de Resultado Porcentual .....	60
Tabla 46 : Clasificación de Activos .....	61
Tabla 47 Porcentaje de Crecimiento del PIB Real por País. ....	62
Tabla 48. Ingresos por País y Segmento de Participación de Acuerdo al Crecimiento del PIB .....	63
Tabla 49. Distribución de los Ingresos por Actividades Ordinarias Proyectadas por País.....	63
Tabla 50. Ingresos Proyectados por País referente solo a la Venta de Bienes.....	64
Tabla 51. Ingresos Proyectados Porcentuales por País referente solo a la Venta de Bienes. ....	64
Tabla 52: Proyección Costos de Ventas.....	64
Tabla 53. Proyección Gastos de Administración y Distribución.....	65
Tabla 54. Proyección Estado de Resultados.....	66
Tabla 55 : Flujo de Caja Bruto Proyectado 2018 a 2022.....	70
Tabla 56 : Calculo Inversión en Reposición Histórico y Proyectado.....	72
Tabla 57. Porcentaje de Participación de PPE sobre Ingresos por Actividades.....	73
Tabla 58. Inversión en Activo Fijo Proyectado .....	73
Tabla 59. Capital de Trabajo Operativo Neto Histórico.....	76
Tabla 60. Necesidad de Capital de Trabajo .....	76
Tabla 61. Aumento / Disminución del Capital de Trabajo Proyectado.....	77
Tabla 62. Déficit de Capital de Trabajo. ....	78
Tabla 63. Clasificación y Valoraciones de los Activos Operacionales y No Operacionales.....	78
Tabla 64. Clasificación de Activos en Prescindibles . ....	79
Tabla 65. Cálculo del Patrimonio Económico.....	80
Tabla 66. Resumen Calculo WACC. ....	80

Tabla 67. Precio Estimado de la Acción Jun 2018.....	82
Tabla 68. Flujo de Caja Libre más Valor Terminal Proyectado.. Déficit de Capital de Trabajo.....	82
Tabla 69. Empresas de Retail Comparables y sus Rubros.....	84
Tabla 70. Ingresos Cencosud, Nueves Meses al 30 de Septiembre 2018.....	86
Tabla 71 Ingresos Falabella a Diciembre 2017.....	86
Tabla 72: Datos Falabella y Cencosud.....	87
Tabla 73. Cálculo Ganancia por Acción Cencosud.....	88
Tabla 74 Calculo Ganancia por Acción Falabella.....	88
Tabla 75: Calculo EBITDA Cencosud.....	89
Tabla 76: Calculo EBIT Cencosud.....	89
Tabla 77: Calculo EBITDA Falabella.....	90
Tabla 78: Calculo EBIT Falabella.....	90
Tabla 79. Book Value To Equity Cencosud.....	90
Tabla 80. Book Value To Equity Falabella.....	91
Tabla 81. Total Debt Cencosud y Falabella.....	91
Tabla 82. Ingresos por Actividades Ordinarias, Cencosud.....	92
Tabla 83. Ingresos por Actividades Ordinarias, Falabella.....	92
Tabla 84. Múltiplos de Ganancia de la Industria.....	93
Tabla 85. Múltiplos Valor Libro la Industria.....	94
Tabla 86. Múltiplos de Ingresos.....	95
Tabla 87. Comparación múltiplos Almacenes Éxito y Sector Industrial.....	95
Tabla 88. Indicadores Almacenes Éxito.....	96
Tabla 89. Resultado del Ejercicio Semestre 2017 y 2018.....	97
Tabla 90. Resultado del Ejercicio Semestre 2017 y 2018.....	97
Tabla 91. Resultado del Ejercicio Semestre 2017 y 2018.....	98
Tabla 92. Resumen Valoración Método Múltiplos Almacenes Éxito.....	99



## 1. Resumen Ejecutivo.

En el presente documento se determinará la Valoración de Almacenes Éxito S.A. empresa única en el país con una estrategia multiformato y la más grande en Colombia, cuyo rubro principal es la venta de almacenes y/o retail, este año cumple 70 años en el mercado lo que en un comienzo fue un almacén en el centro de Medellín hoy cuenta con más de 260 puntos de ventas a lo largo de todo el país. Almacenes Éxito es parte de una compañía Multinacional líder del mercado al detalle en Sudamérica, con un crecimiento dinámico y marcado por el incremento de las ventas en los últimos años, esta evolución no solo ha generado un aumento en el precio de la acción, sino además nos muestra su alta capacidad de adaptación antes los cambios de esta era digital, su potencial de transformación ante la alta competencia y su gestión de riesgos intrínsecos asociados a este mercado, entendiendo que sus clientes están cada vez más conectados, buscando agilidad y nuevas experiencias en los servicios.

Dado todos estos antecedentes surgen las interrogantes como ¿Cuál es el valor de esta empresa?, ¿Estará sobrevalorada o subvalorada en el mercado?, estas son las principales preguntas que buscamos responder a través de este trabajo, es decir, conocer el valor estimado de Almacenes Éxito S.A.

La metodología utilizada es a través del Método De Flujo De Caja Descontado (FDC) y Valoración por Múltiplos Financieros, nuestra primera parte detallará los métodos utilizados, su sustento teórico y la forma aplicada en esta metodología, la segunda parte puntualizará la historia de Almacenes Éxito, su funcionamiento, su participación en el mercado que nos ayudará a entender su negocio permitiendo una mejor comprensión. Posteriormente se realizará el análisis financiero utilizando los informes de los Estados Financieros y sus respectivas notas publicadas y auditadas por la empresa, analizando sus resultados históricos y contextualizando su estado actual, tanto en el ámbito financiero como económico.

Finalmente se presentarán los dos mecanismos de valoración FCD y Valoración por Múltiplos que nos permitirá comparar las valoraciones permitiéndonos llegar a la conclusión del Valor de Almacenes Éxito y su comparativa con el Valor de Mercado a la fecha de análisis.

## 2. Metodología.

A pesar de los grandes cambios tecnológicos y todos los modelos disponibles con el desarrollo de la inteligencia artificial valorar una empresa podría parecer un concepto simple, sin embargo, es un proceso complejo por estar basado en expectativas de eventos futuros, diferentes mecanismos de proyección, la selección de la metodología a utilizar o simplemente diferentes lecturas de la información, y que además dependerán la de la situación de la empresa en determinado momento.

En la literatura se han propuestos diversos métodos para valorar empresas entre lo más utilizados se encuentran, el flujo de caja descontados, valor presente ajustado, modelo de descuento de dividendo, comparables o múltiplos y opciones reales<sup>1</sup>.

En función de los métodos de flujos de caja descontados (FCD) y la valoración por múltiplos se realizará la valoración de Almacenes Éxito S.A. este valor estará principalmente basado en el análisis de los Estados Financieros y sus respectivas notas, así como también la proyección de flujos futuros.

El FCD estima el valor de la empresa como el valor presente de los flujos de caja proyectados siendo este el que arroja resultados más exactos, considerando a la empresa como una entidad generadora de flujos, es decir, como un activo financiero, en cuanto al enfoque de comparables o múltiplos busca realizar una valoración sencilla escogiendo básicamente generadores de valor (value drivers), es decir, variables relacionadas con el valor de la empresa permitiendo relacionar el valor de la variable con el valor de la empresa, este lleva a un múltiplo que puede ser usada a una empresa que pertenece al mismo sector industrial.

---

<sup>1</sup> Capítulo 9 Valoración de Empresas Finanzas Corporativas Teoría y Práctica Carlos Maquieira, Thomson Reuters

## 2.1. Método de Flujo de Caja Descontado (FCD).

El método de Flujo de Caja Descontado estima el valor de la empresa como el valor presente de los flujos de caja proyectados, es el más utilizado por ser el más científico y teóricamente preciso, proyectando datos más exactos desde el punto de vista empírico dado que está directamente relacionado con la utilidad y crecimiento de la empresa que se está valorando.

El valor de cualquier activo puede expresarse en función de los flujos de caja esperados durante un determinado periodo de tiempo, es decir, el valor de cualquier empresa puede determinarse como el valor actual de una serie de flujos futuros descontados a una tasa de retorno esperada.

FCD es una de las múltiples opciones para valorar una empresa, la importancia de éste radica al ser considerado como punto de partida para construir cualquier otro método de valoración, si se desea realizar valoraciones comparativas de manera correcta, se debe primero entender los fundamentos de la valoración a través de FCD, por ejemplo en el método de valoración por opciones se debe comenzar por descontar flujos de caja, este antecedente justifica la razón del por qué la literatura se centra en las bases de los flujos de caja descontados, entendiendo este fundamento estará capacitado para analizar y/o utilizar otras metodologías<sup>2</sup>.

Los flujos de caja libre son modelados en un horizonte de tiempo determinado, (periodo explícito en la proyección), siendo luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de cajas se debe determinar el valor para flujos de caja generados a un horizonte más distante de proyección, frecuentemente llamado valor terminal o perpetuidad que es el período implícito de proyección, por lo tanto, el 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 esta metodología son primordialmente proyecciones de largo plazo, intentando modelar los números o resultados de las empresas considerando factores específicos del sector industrial y las tendencias macroeconómicas que ejercen cierto grado de variabilidad en los resultados de las empresas.

Es importante destacar que el componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos

---

<sup>2</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.

acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones, como resultado las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo representarán un rol fundamental a la hora de determinar el valor de la empresa.

La determinación de la tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos es uno de los puntos primordiales, se debe tener en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas, en la práctica el descuento mínimo exigido lo fijan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad exigida. Al referirnos a una tasa de descuento y la necesidad de su determinación para descontar los flujos de la empresa provenientes de su parte operativa, en el contexto de una valoración por el método de FCD, estamos hablando literalmente de la tasa de costo de capital, está se calcula como un promedio ponderados entre el costo de la deuda ( $K_b$ ) o costo de los recursos prestados a las empresas y la tasa o rentabilidad exigida por los accionistas denominada costo patrimonial ( $K_p$ ), al cálculo de la tasa de costo de capital 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, de esta manera se obtendrá el valor total de una empresa en su parte operativa, respecto a la deuda financiera y los ahorros por concepto de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se deben incorporar en esta tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Importante destacar que para valorar una empresa en su parte operativa de la forma descrita se requiere que esta tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, de no cumplirse esta condición no podrá valorarse mediante este método sino a través del cálculo del valor presente ajustado.

En la determinación del valor de la empresa en pleno implica adicionar los activos prescindibles, es decir, cuyos activos que no son necesarios para la operación de la empresa, además de realizar el respectivo ajuste de déficit o exceso de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento del cálculo de la valorización.

Respecto a la valorización del patrimonio, este cálculo corresponde a la diferencia entre el valor de la empresa y el valor presente de la deuda financiera al momento de su valorización.

En el caso que la empresa valorada no tenga deuda, es decir, este financiada un ciento por ciento a través de patrimonio la valoración de la empresa en su parte operativa se efectúa a través del descuento de los flujos de cajas totales, los mismo descritos en el párrafo anterior solo que esta vez a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como la tasa de rentabilidad mínima a exigir al negocio dado cierto nivel de riesgo, finalmente para obtener el valor de la empresa se adicionan los activos prescindibles, y se realiza el ajuste de déficit o exceso de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento del cálculo de la valorización, en este escenario sin deuda el valor de la empresa debe coincidir con el valor del patrimonio.

## **2.2.Método de Valoración por Múltiplo.**

En cuanto al enfoque de comparables o múltiplos busca realizar una valoración extremadamente sencilla escogiendo básicamente generadores de valor, es decir, aquellas variables que están relacionadas con el valor de la empresa estableciendo una relación entre los ratios financieros de una empresa que pertenece a un mismo sector industrial y el valor de la empresa evaluada.

El valor de los activos es comparado con el valor considerados por el mercado como activos comparables o similares, es importante señalar la gran variación en la valoración de las acciones, esta dependerá del múltiplo que se utilice y las empresas escogidas como referencias, dentro de los principales requisitos para aplicar este método es identificar de forma clara y precisa los activos comparables y obtener el valor de mercado de estos, posteriormente se debe convertir estos valores de mercado en valores estandarizados, esto conllevara a obtener múltiplos, es decir, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando toda diferencia que podría afectar al múltiplo de la empresa y teniendo la claridad que dos empresas son comparables si y sólo si tienen un riesgo similar, tasas de crecimiento y características de flujo de caja parecidas.

Tipos de múltiplos utilizados en la valoración de empresas:

Tabla 1: Múltiplos de Ganancias:

Múltiplo de Ganancias
Precio de la Acción / Utilidad (PE); Price Earnings Ratio
Valor de la Empresa /EBITDA; Enterprise Value to EBITDA
Valor de la Empresa /EBIT; Enterprise Value to EBIT
Valor de la Empresa / Flujo de Caja; Enterprise Value /FC

Fuente: Elaboración Propia.

Se utiliza este múltiplo principalmente para decidir sobre portafolios, específicamente comparan el valor obtenido con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas estarían subvaloradas y si el valor es alto estarían sobrevaloradas, además el Price Earning Ratio es utilizado para comparar mercados de esta manera permite concluir cuáles de ellos estarían subvalorados o sobrevalorados.

La relación precio utilidad o PE está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo y con la tasa de crecimiento, y asociada negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un bajo PE debido a las altas tasas de interés o bien a un alto nivel de riesgo del patrimonio.

Tabla 2: Múltiplos Valor Libro:

Múltiplo Valor Libro
Precio de la Acción / Valor Libro de la Acción (PV); Price to Book Equity
Valor de Mercado / Valor Libro de Los Activos
Valor de Mercado/ Costo de Reemplazo

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3: Múltiplos de Venta o Ingresos:

Múltiplos de Ingresos
Patrimonio/ Ventas (PV); Price to Sale Ratio
Valor de la Empresa (VS) / Venta; Enterprise Value to Sale Ratio

Fuente: Elaboración Propia.

### 3. Antecedentes de la Empresa.

Almacenes Éxito es una de las compañías más grandes en Colombia y líder en supermercados e hipermercados a nivel nacional, cuenta con operaciones en cuatro países, siendo un retailer relevante en Latinoamérica, percibiendo sus ingresos principalmente de la venta por detalle, alcanzando en 2017 ingresos operacionales de \$56,4 billones principalmente por la venta retail y su sólido negocio de tarjetas de crédito complementario, viajes, seguros y negocios inmobiliarios. Sus ventajas competitivas se derivan de sus almacenes físicos, comercio electrónico y negocios complementarios, además del valor de sus marcas. La compañía diversifica sus ingresos con un portafolio rentable que mejora su oferta de retail, operando 1.573 almacenes con presencia en Colombia, Brasil y Argentina. Su modelo de negocios es Omnicanal y su estrategia se enfoca en convertir a la empresa en un holding multinacional, multiformato, multimarca y multinegocio, diversificando ampliamente sus mercados y negocios.

En el año 1905 nace la marca “Carulla” en Bogotá, en el año 1949 Don Gustavo Toro Quintero funda Éxito en Medellín, siendo este un pequeño local en el sector de Guayaquil inicialmente sus actividades se enfocaban en el negocio textil, teniendo este un rápido crecimiento hacia la década de los 70, esto le permitió diversificar su negocio, introduciendo un nuevo formato comercial, mezclando ventas de textiles con productos de consumo masivo.

Los excelentes resultados de la empresa durante las décadas de los 70’s y 80’s, le permitió a la empresa tener una gran capacidad de expansión de puntos de ventas dentro de Medellín, hacia 1982 se creó la Fundación Éxito; y a finales de la década, en 1989 abrieron su primer punto de venta fuera de su ciudad, este local fue el Éxito calle 80 en la ciudad de Bogotá.

Hitos importantes, en 1994 Éxito lista su acción en las Bolsas de Valores de Medellín, Bogotá y Occidente, hacia 1998 comienza a operar la tienda virtual [www.exito.com](http://www.exito.com), en el año 1999 el Grupo Casino adquiere el 25% de las acciones de Almacenes Éxito, el año 2005 abren su negocio hacia el rubro inmobiliario y se da el puntapié inicial junto a Bancolombia a la Tarjeta Éxito.

El año 2007 el grupo Casino obtiene la mayoría accionaria de Almacenes Éxito y nace el negocio de Viajes Éxito, en este periodo el negocio más importante es la adquisición de la propiedad del grupo Carulla Vivero, hacia el 2011 se produce unos de los hechos más relevantes

de esta década, se adquieren el 100% de las acciones de Spice Investment Mercosur, compañía propietaria de las cadenas de mercados Disco y Devoto, líderes en Uruguay.

En la actualidad su participación de mercado es transversal a través de distintos niveles socioeconómicos de Colombia, esto se ha logrado implementando un sistema multiformato de distribución y ventas a través de las marcas Surtimax, Éxito y Carulla; ha tenido avances la estrategia de la Compañía en Colombia, Brasil, Uruguay y Argentina, consolidando las sinergias entre los países, y los temas de mayor relevancia en materia de sostenibilidad y cumplimiento de los estándares de Gobierno Corporativo.

Cuadro 1: Marcas en la Región.



Fuente: Informe Integrado 2017, Grupo Éxito.

Grupo Éxito a través de sus 1573 almacenes se ha consolidado como la plataforma líder de alimentos en Sudamérica, este éxito es atribuible al liderazgo regional en el modelo de almacenes, al fortalecimiento de los formatos de proximidad con el cliente, a la continua expansión rentable de nuevos centros comerciales, a la implementación de un nuevo modelo textil colombiano en la región, a las exportaciones e importaciones de alimentos y no alimentos por parte de los proveedores de Colombia, Brasil, Uruguay y Argentina y al continuo intercambio de mejores prácticas para eficiencias en la cadena de abastecimiento, merma y excelencia operacional .



Tabla 4: Almacenes y Área de Venta en la Región.

Almacenes	Almac. (Q)	Área (M2)	Almacenes	Almac. (Q)	Área (M2)
Colombia			Uruguay		
Éxito	263	627,795	Devoto	57	39,299
Carulla	100	85,001	Disco	29	33,421
Surtimax	131	59,244	Geant	2	16,411
Super Inter	71	66,272	-	-	-
Surtimayorista	9	18,924	-	-	-
Total Colombia	574	857,236	Total Uruguay	88	89,131
Almacenes	Almac. (Q)	Área (M2)	Almacenes	Almac. (Q)	Área (M2)
Brasil			Argentina		
Pan de Azúcar	186	240,127	Libertad	15	105,681
Extra Hiper	132	686,585	Mini Libertad	14	2,239
Extra Super	163	180,772	-	-	-
Mercado Extra	10	12,368	-	-	-
Minimercado Extra	183	45,798	-	-	-
Minuto Pan de Az.	82	19,455	-	-	-
Assai	126	548,568	-	-	-
Total Brasil	882	1733,673	Total Argentina	29	107,92

Fuente: Elaboración propia Informe Integrado 2017, Grupo Éxito

### 3.1. Tipos de Negocio por País.

#### Colombia.

Comercio al detalle: Cuenta 574 almacenes de las marcas Éxito, Carulla, Surtimax, Súper Inter en los que ofrecemos a nuestros clientes diferentes productos y servicios.

Comercio al por mayor: A través de este negocio se atiende a clientes profesionales con variedad de productos regionales, nacionales e importados de alta calidad y a precios competitivos, que les permitan tener una oferta diferencial en sus negocios.

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.

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

Negocios Complementarios: Compuesto principalmente por la Tarjeta Éxito que permite a los clientes acceder a descuentos permanentes, acceder a avances y realizar compras en diferentes establecimientos comerciales. Seguros Éxito ofrece un portafolio de productos para protección, y además como complementarios Viajes Éxito y Móvil Éxito.

Otros: Desarrollo de las marcas propias que se han convertido en una oportunidad para responder a las expectativas de los clientes a través de un amplio portafolio de productos innovadores, también participación en las áreas de cuidado personal, textiles, ferretería y hogar.

### **Brasil.**

Grupo Pão de Açúcar: Retailer más grande en Brasil, venta de alimentos, muebles, tecnología y electrodomésticos, y el segundo más grande en cash & carry y en comercio electrónico.

### **Uruguay.**

Comercio al detalle: A través de 88 puntos de venta almacenes de las marcas, Devoto, Disco y Géan.

### **Argentina.**

Comercio al detalle: A través de 29 puntos de venta almacenes de las marcas Libertad, unos de los retail líder de la venta de alimentos en la ciudad de Córdoba, tercer actor comercial nacional inmobiliario, Grupo Éxito tiene un 100% de participación

Cuadro 2: Tipos de Negocios por País.



Fuente: Informe Integrado 2017, Grupo Éxito.

El año 2018 fue un año de cambios y transformación digital de la industria retail, convirtiéndose en el retail líder del comercio electrónico en Colombia con más de 51 millones de visitas, más del 60% del tráfico en éxito.com se da en la versión móvil representando el 22% de las ventas, su objetivo es tener productos al alcance de sus clientes, aun cuando no están en la tienda física a través de su vitrina virtual con una amplia gama de productos. Este año también se apertura Carulla FreshMarket apostando por la diferenciación de la marca premium de los supermercados, se presenta la membresía éxito prime y la empresa fortalece el proceso de sinergias en la región.

### 3.2. Antecedentes Financieros Grupo Éxito.

En las siguientes tablas se presentan los antecedentes financieros de Grupo Éxito desde el año 2014 al primer semestre del 2018, están nos permitirán observar su comportamiento en los últimos cinco años.

Tabla N°5: Activos Corrientes Totales, desde 2014 a Jun 2018.

Estado de Situación Financiera en MM \$ Col.	Dic.2014	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Jun.2018
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	2.953.938	10.068.717	6.117.844	5.281.618	4.105.672
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	202.309	3.326.474	1.130.394	1.172.458	795.639
Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas y Asociadas Corrientes	52.862	63.251	57.766	230.611	56.317
Inventarios Corrientes	1.244.231	8.702.015	5.778.173	5.912.514	5.547.429
Activos por Impuestos Corrientes.	93.877	1.100.323	875.185	722.658	679.472
Gastos Pagados por Anticipado	27.012	166.892	119.733	145.761	171.357
Otros Activos Financieros Corrientes	25.119	445.365	113.142	11.588	65.173
Otros Activos No Financieros Corrientes	-	-	15.977	30.000	-
Activos No Corrientes o Grupos de Activos Clasificados Mantenedidos Para la Venta	6.740	21.698	18.429.787	20.452.803	16.426.284
<b>Activos Corrientes Totales</b>	<b>4.606.088</b>	<b>23.894.735</b>	<b>32.638.001</b>	<b>33.960.011</b>	<b>27.847.343</b>

Fuente: Estados Financieros Grupo Éxito.

Tabla N°6: Activos No Corrientes y Total de Activos, desde 2014 a Jun 2018.

Estado de Situación Financiera en MM \$ Col.	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018
Propiedades, Planta y Equipo	3.005.793	11.951.037	12.256.656	12.505.418	10.745.629
Propiedad de Inversión	754.775	1.083.600	1.843.593	1.496.873	1.453.201
Plusvalía	1.592.133	6.522.208	5.618.492	5.559.953	5.008.585
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía.	82.070	3.706.065	5.663.422	5.544.031	4.692.009
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación.	1.052.157	304.102	1.068.087	817.299	695.077
Gastos Pagados por Anticipado.	12.919	57.576	60.488	43.940	56.131
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar No Corrientes.	16.681	591.960	586.485	667.920	520.688
Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas y Asociadas No Corrientes	-	245.987	15.684	22.483	23.560
Activos por Impuestos Diferidos.	28.719	524.828	1.456.866	1.553.715	1.730.349
Activos por Impuestos Corrientes, No Corriente.	-	1.941.626	581.947	1.575.743	1.776.399
Otros Activos Financieros No Corrientes.	147.100	1.134.331	690.842	767.763	718.334
Otros Activos No Financieros No Corrientes.	398	398	398	398	398
<b>Total de Activos No Corrientes</b>	<b>6.692.745</b>	<b>28.063.718</b>	<b>29.842.960</b>	<b>30.555.536</b>	<b>27.420.360</b>
<b>Total de Activos</b>	<b>11.298.834</b>	<b>51.958.453</b>	<b>62.480.961</b>	<b>64.515.547</b>	<b>55.267.623</b>

Fuente: Estados Financieros Grupo Éxito.

Tabla N°7: Pasivos Corrientes Totales, desde 2014 a Jun 2018.

Estado de Situación Financiera en MM \$ Col.	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018
Obligaciones Financieras Corrientes.	7.917	3.922.558	2.963.111	1.906.774	2.964.915
Provisiones Corrientes por Beneficios a los Empleados.	5.420	4.141	3.276	3.464	4.759
Otras Provisiones Corrientes.	50.796	62.919	36.545	29.329	43.964
Total Provisiones Corrientes.	56.216	67.060	39.821	32.793	48.723
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar.	2.646.415	18.336.741	11.537.028	12.665.749	8.810.405
Cuentas por Pagar Partes Relacionadas y Asociadas Corrientes.	63.827	688.637	230.303	202.274	214.640
Pasivos por Impuestos Corrientes, Corriente.	107.823	899.029	303.418	289.376	204.403
Otros Pasivos Financieros Corrientes.	158.085	32.602	805.413	645.311	500.179
Otros Pasivos No Financieros Corrientes	79.361	849.766	382.297	275.210	244.876
Total de Pasivos Corrientes Clasificados Mantenedos para la Venta	3.119.644	24.796.393	16.261.391	16.017.487	12.988.141
Pasivos Incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenedos para la Venta	-	-	14.592.207	16.271.760	12.543.535
<b>Pasivos Corrientes Totales</b>	<b>3.119.644</b>	<b>24.796.393</b>	<b>30.853.598</b>	<b>32.289.247</b>	<b>25.531.676</b>

Fuente: Estados Financieros Grupo Éxito.

Tabla N°8: Pasivos No Corrientes y Pasivos Totales, desde 2014 a Jun 2018.

Estado de Situación Financiera en MM \$ Col.	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018
Obligaciones Financieras No Corrientes.	36.416	6.707.561	4.354.879	4.070.129	4.983.105
Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados.	42.775	41.231	26.872	28.538	28.538
Otras Provisiones No Corrientes	13.214	1.124.682	2.706.629	2.457.220	2.069.467
Total Provisiones No Corrientes	55.989	1.165.913	2.733.501	2.485.758	2.098.005
Cuentas Comerciales por Pagar y otras Cuentas por Pagar No Corrientes	572	34.189	42.357	47.831	42.611
Cuentas por Pagar Partes Relacionadas y Asociadas No Corrientes	-	12.704	12.733	10.122	6.933
Pasivo por Impuestos Diferidos	54.858	1.206.422	2.965.586	3.004.467	2.922.855
Pasivos por Impuestos Corrientes, No Corriente	-	455.355	502.452	521.870	400.714
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	-	714.079	1.835.159	2.302.008	2.550.762
Otros Pasivos No Financieros No Corrientes	51.588	1.036.782	69.487	51.761	26.032
<b>Total de Pasivos No Corrientes</b>	<b>199.423</b>	<b>11.333.005</b>	<b>12.516.154</b>	<b>12.493.946</b>	<b>13.031.017</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>3.319.067</b>	<b>36.129.398</b>	<b>43.369.752</b>	<b>44.783.193</b>	<b>38.562.693</b>

Fuente: Estados Financieros Grupo Éxito.

Tabla N°9: Patrimonio y Patrimonio - Pasivos Totales, desde 2014 a Jun 2018.

Estado de Situación Financiera en MM \$ Col.	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018
Capital Emitido	4.482	4.482	4.482	4.482	4.482
Acciones Propias en Cartera	-2.734	-2.734	-2.734	-2.734	-2.734
Prima de Emisión	4.843.466	4.843.466	4.843.466	4.843.466	4.843.466
Otro Resultado Integral Acumulado.	-	-	138.303	-49.694	-1.147.165
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	1.576.747	1.690.171	1.144.736	1.312.737	1.201.602
Otras Participaciones en el Patrimonio	-1.012	-41.016	-102.692	10.873	-48.497
Otras Reservas	1.284.058	1.034.113	1.696.126	1.720.438	1.842.894
Patrimonio Atribuible a Propietarios de la Controladora.	7.705.007	7.528.482	7.721.687	7.839.568	6.694.048
Participaciones No Controladoras	274.760	8.300.573	11.389.522	11.892.786	10.010.882
<b>Patrimonio Total</b>	<b>7.979.767</b>	<b>15.829.055</b>	<b>19.111.209</b>	<b>19.732.354</b>	<b>16.704.930</b>
<b>Total de Patrimonio y Pasivos</b>	<b>11.298.834</b>	<b>51.958.453</b>	<b>62.480.961</b>	<b>64.515.547</b>	<b>55.267.623</b>

Fuente: Estados Financieros Grupo Éxito.

Tabla N°10: Estado de Resultado Consolidado, desde 2014 a Jun 2018.

EERR Consolidados Operaciones Continuas MM \$ Col.	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic.2017	Jun. 2018
Ingreso de Actividades Ordinarias.	10.484.822	33.402.211	51.606.955	56.442.803	26.624.378
Costo de Ventas.	7.855.400	-25.147.776	-39.077.440	-42.412.180	-19.930.842
<b>Ganancia Bruta.</b>	<b>2.629.422</b>	<b>8.254.435</b>	<b>12.529.515</b>	<b>14.030.623</b>	<b>6.693.536</b>
Gastos de Distribución.	-1.009.657	-3.309.466	-5.254.835	-5.675.867	-2.739.846
Gastos de Administración y Venta.	-198.829	-517.471	-615.088	-695.703	-378.895
Gastos por Beneficios a Empleados.	-803.649	-2.922.013	-4.659.672	-5.074.812	-2.315.571
Otro Ingresos Operativos	13.985	44.836	28.847	111.606	10.216



Otros Gastos Operativos	-27.147	-248.383	-396.438	-288.275	-99.228
Otras Ganancias, Netas	1.192	54.869	-54.058	-276.009	-54.234
<b>Ganancias por Actividades de Operación.</b>	<b>605.317</b>	<b>1.356.807</b>	<b>1.578.271</b>	<b>2.131.563</b>	<b>1.115.978</b>
Ingresos Financieros	211.332	1.224.071	482.357	420.035	172.088
Gastos Financieros	-154.970	-1.628.308	-1.744.110	-1.540.773	-616.788
Participación en las Ganancias Asoc. y Negoc Conj. Utilizando el método de Participación.	30.104	18.359	63.752	-36.037	-22.428
<b>Ganancia Antes del Impuesto a las Ganancias por Operaciones Continuadas.</b>	<b>691.783</b>	<b>970.929</b>	<b>380.270</b>	<b>974.788</b>	<b>648.850</b>
Gastos por Impuestos	-179.750	-398.428	-167.814	-259.918	-118.297
<b>Ganancia Neta del Ejercicio por Operaciones Continuadas.</b>	<b>512.033</b>	<b>572.501</b>	<b>212.456</b>	<b>714.870</b>	<b>530.553</b>

Fuente: Estados Financieros Grupo Éxito.

Almacenes Éxito es una sociedad anónima abierta que se cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia, a continuación, se presenta su descripción a través de su Ficha Técnica.

Tabla 11: Resumen Antecedentes Almacenes Éxito en Bolsa de Valores de Colombia.

Nombre de la Empresa (Razón Social)	Almacenes Éxito S.A.
Rut	890900608-9
Nemotécnico	ÉXITO <sup>3</sup>
Industria	Comercial (Retail, Supermercados e Hipermercados) <sup>4</sup>
Regulación	Superintendencia Financiera de Colombia Cotiza en Bolsa de Valores de Colombia

Fuente: Elaboración propia, información disponible en la Bolsa de Valores de Colombia.

<sup>3</sup> Nombre Nemotécnico correspondiente a la Bolsa de Valores de Colombia.

<sup>4</sup> Comercio minorista es un equivalente a la Industria de Retail en Chile

### 3.3. Accionistas.

Almacenes Éxito es controlada principalmente por la Sociedad Casino de Francia, cuya matriz es Guichard-Perrachon S.A., es el mayor accionista, siendo esta titular de manera indirecta al 31 de diciembre 2017 a través de las sociedades Géant International B.V., Géant Fonciere B.V. y Bergsaar B.V. del 55,3% del capital social, estas acciones fueron adquiridas en las Bolsa de Valores de Colombia desde sus propietarios originales, la familia Toro, fundadores de Almacenes Éxito, en la actualidad la acción se cotiza con una presencia bursátil del 100%, siendo una acción altamente líquida representando los principales índices accionarios de Colombia, entre ellos el COLCAP.<sup>5</sup>

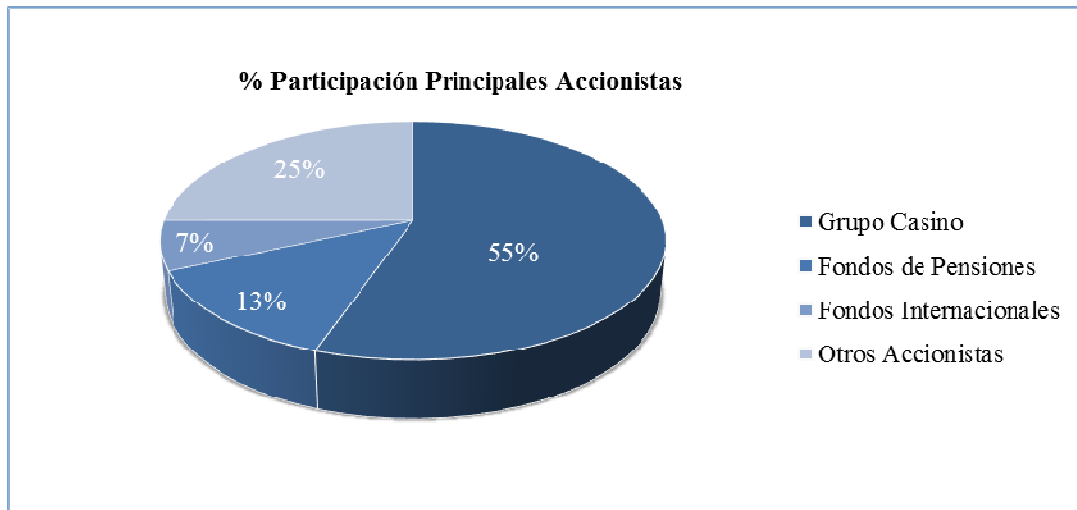
Tabla 12: Lista de los 12 Mayores Accionistas de Almacenes Éxito.

Mayores Accionistas	Acciones Ordinarias	% Participación
Géant International B.V.	187,689,792	41,93
Géant Fonciere B.V.	47,725,428	10,66
Fondos de Pensiones Porvenir Moderado.	24,518,315	5,48
Fondo de Pensiones Protección.	22,526,953	5,03
Jara Albarracín Manuel.	12,444,757	2,78
Bergsaar B.V.	12,130,244	2,71
Fondo Bursátil Ishares COLCAP.	7,199,568	1,61
Fondo de pensiones Colfondos Moderado.	7,045,771	1,57
Moreno Barbosa Jaime.	6,403,207	1,43
Norges Bank.	6,053,572	1,35
Fondos de Pensiones Skandia S.A.	4,107,929	0,92
Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund.	3,837,407	0,86

Fuente: Elaboración propia, antecedentes disponibles página web [www.grupoexito.com.co](http://www.grupoexito.com.co)

<sup>5</sup> La canasta de este índice está compuesta por las 20 acciones con mejor función de selección del COLEQTY, ponderadas por la capitalización bursátil.

Grafico N° 2: Resumen Distribución de los Accionistas.



Fuente: Elaboración propia, antecedentes disponibles página web [www.grupoexito.com.co](http://www.grupoexito.com.co).

### 3.4. Filiales que componen a Almacenes Éxito S.A.

Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A. (Didetexco): Empresa textil que produce las prendas que componen el portafolio de marcas propias de vestuario, desarrollando también otros procesos intermedios como estampado y bordado en más de 300 talleres satélites de confección ubicados en Colombia, cuenta con once marcas que pueden encontrarse en los Almacenes Éxito, estas son Arkitekt, People, Bronzini, Pop Rose, WKD, Coki, Custers, Ama`s, Cárrel, Bluss.

Almacenes Éxito Inversiones SAS: Se encarga de constituir, financiar, promover, invertir individualmente o trabajar con otras personas naturales y jurídicas en la conformación de sociedades, empresas, negocios, que tengan el objetivo de producir bienes, objetos, mercancías, artículos, elementos o prestación de servicios en relacionados con la actividad de establecimientos comerciales.

Logística, Transporte y Servicios Asociados S.A.S: Incorporado en 2014, opera servicios de transporte por aire, tierra y marítimo, fluvial, ferroviario, además de servicios de flete de carga multimodal para todo tipo de bienes en general de forma nacional e internacional.

Spice Investments Mercosur: Es propietaria del 96,5% de la Sociedad Lanin S.A y del 62,5 de la Sociedad Grupo Disco Uruguay S.A. que poseen las cadenas que operan bajo las marcas Disco Devoto y Geánt.

Carulla Vivero Holding: Compañía domiciliado en las Islas Vírgenes Británicas, cuyo objeto social es administrar y efectuar transacciones con cualquier bien o inmueble.

Aliados Surtimax: El Grupo Éxito está incursionando en el sector de los mini mercados alineándose con supermercados de barrio, lo que no implica compra ni franquicia, sino que trabaja en conjunto en acuerdo de cooperación.

Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A.S: Incursión del Grupo Éxito en el comercio electrónico junto al Grupo C Nova, una de las divisiones del Grupo Casino, compañía que cuenta con una trayectoria extendida en comercio electrónico a nivel virtual, siendo un e-commerce que nació en Colombia en el año 2014, comercializando tecnología, grandes y pequeños electrodomésticos por internet.

Gemex O & W S.A.S: Comercio al por mayor de productos farmacéuticos, medicinales, cosméticos, y de tocador.

Éxito Viajes y Turismo S.A.S: Inicio sus operaciones el año 2007 a través de puntos de venta operados por Avianca, actualmente realiza sus operaciones propias, ofreciendo un portafolio de productos de turismo vacacional y de viajes ejecutivos con precios competitivos con cobertura nacional a través de 40 puntos de venta.

Patrimonio Autónomo Viva Mall's: La marca fue creada el año 2011 para efectuar desarrollo y operación de espacios comerciales con una amplia área arrendable, siendo una de las más grandes de Colombia.

Patrimonio autónomo San Pedro Etapa I: Se creó en 2005 a través de la fiduciaria BanColombia S.A. Su propósito es la operación del Mall San Pedro Plaza, incluyendo la mantención legal del recinto en cuanto a arriendos y otros contratos

Patrimonio Autónomo Centro Comercial: Fue creado el 2011 a través de fiduciaria BanColombia S.A. para operar la etapa II del centro comercial o Mall San Pedro Plaza.

Patrimonio Autónomo Iwana: Se creó en el año 2011 para operar el Mall Iwana a través de la fiduciaria BanColombia S.A.

Companhia Brasileira de Distribuição - CBD.: Compañía que opera en Brasil, en venta de productos terminados o semi terminados, también materias primas provenientes de Brasil o del extranjero de cualquier tipo, naturaleza o calidad. Directamente o a través de subsidiarias (GPA Group) está autorizado para la venta de comida, ropa, artículos domésticos, tecnologías y otros productos de hipermercado, supermercados, tiendas de departamento principalmente bajo las marcas "Pão de Açúcar", "Minuto Pão de Açúcar", "Extra Hiper", "Extra Súper", "Minimercado Extra", "Assai", "Ponto Frio" and "Casas Bahía", así como también sitios de comercio en línea "CasasBahia.com", "Extra.com", "Pontofrio.com", "Barateiro.com", "Partiuviagens.com" y "Cdiscount.com".

Libertad S.A.: Compañía ubicada en Argentina, que fue incorporada en 1994, su principal propósito es la explotación de supermercados y tiendas de venta al por mayor

Supermercados Disco del Uruguay S.A: Se dedica al mercado local de retail de productos de consumo masivo a través de cadenas de supermercado localizado en departamentos de Montevideo, Canelones y Maldonado.

Devoto Hermanos S.A: Se dedica al mercado local de retail de productos de consumo masivo a través de cadenas de supermercado localizado en departamentos de Montevideo, Canelones y Maldonado.

Mercados Devoto S.A: Se dedica al mercado local de retail de productos de consumo masivo a través de cadenas de supermercado localizado en departamentos de Montevideo, Canelones y Maldonado.

### **3.5. Antecedentes de la Industria.**

El Reporte Global Powers of Retailing 2018 <sup>6</sup>trata del cambio transformador y el comercio revitalizado del sector retail, en este se identifica las 250 marcas del retail más grandes del mundo, tan solo 17 están operando en Colombia lo que significa que el 7% de las poderosas atienden en el mercado Colombiano.

En la última década, Colombia ha sido destino de la inversión extranjera en retail, existe todavía muchas posibilidades que lleguen muchas más marcas de presencia global, dentro de las más destacadas están las portuguesas Jerónimo Martins (Tiendas Ara), así como las chilenas Cencosud y Falabella. La tendencia del retail en la actualidad está orientada a la segmentación generacional, los Millenials, estos serán en los próximos años los más poderosos económicamente y sin lugar a dudas determinarán el consumo a nivel global.

Otro cambio importante experimentado en este sector industrial, es el nuevo modelo de negocio a través de los canales E-Commerce, según las estadísticas casi el 10% de los compradores globales utilizan cupones virtuales y descarga las aplicaciones de los retailers, no sólo recibir información sino también acceder a las promociones. En Latinoamérica este mercado tiene amplias posibilidades y proyección de crecimiento, se espera que un futuro pueda alcanzar más de un 60% de crecimiento de acuerdo con el Estudio Global E-commerce de Nielsen.<sup>7</sup>

La evolución de los almacenes de gran formato en Colombia dada la coyuntura económica del país, provocó que sus consumidores fueran en la búsqueda de productos más baratos y por ello las marcas propias empezaron a ganar terreno, teniendo una gran participación las tiendas de descuento, es decir, está claro que los canales comerciales están frente a un comprador que busca optimizar su gastos, respecto a la penetración de canales en la región, podemos señalar que Chile, Brasil, México, Argentina y Colombia tienen mayor concentración en los supermercados, buscando fortalecer a los más pequeños.

Los principales competidores de Almacenes Éxito en Colombia es Cencosud y Falabella, el segundo con menor participación de mercado, pero con estructura similar apalancando su

---

<sup>6</sup> La edición número 21 del informe de Deloitte “Global Powers of Retailing”

<sup>7</sup> <https://www.nielsen.com/cl/es/insights/reports/2018/future-opportunities-in-fmcb-ecommerce.html>

negocio, las similitudes principales corresponden a su multiformato, venta online, presencia en varios países del continente, servicios financieros y otras líneas de negocio complementarios.

Tabla 13: Tipos de Línea de Negocios Almacenes Éxito, Cencosud y Falabella.

Rubro	Almacenes Éxito	Cencosud	Falabella
Tiendas por Departamento		✓	✓
Mejoramiento del Hogar		✓	✓
Supermercados	✓	✓	✓
Servicios Financieros	✓	✓	✓
Inmobiliarios	✓	✓	✓

Fuente: Elaboración propia, información disponible páginas web empresas en referencia.

### 3.6. Cencosud.

Es una de las principales marcas de retail a nivel latinoamericano, con oficinas centrales en Chile, cuenta con presencia en retail en Argentina, Brasil, Perú y Colombia, teniendo como complemento a su actividad minorista, negocios inmobiliarios en Chile, Argentina, Perú y Colombia. La compañía cuenta con servicios de tarjetas de crédito, préstamos de consumo y servicios financieros limitados a los clientes. Desarrolla una propuesta multiformato de supermercados, tiendas de mejoramiento del hogar, centros comerciales y tiendas por departamento. Su misión es convertirse en el minorista más rentable y prestigioso de Latinoamérica.

Tabla 14: Resumen Antecedentes Cencosud en Bolsa de Comercio de Santiago.

Nombre de la Empresa	CENCOSUD S.A.
Nemotécnico	CENCOSUD (Bolsa de Comercio Santiago)
Clase de Acción	Clase A (Serie Única)
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Mercado donde Transa sus Acciones	Bolsa de Comercio de Santiago. Índices IPSA e IGPA

Fuente: Elaboración propia, información disponible en la Bolsa de Comercio de Santiago.

Tabla 16: Ingresos Actividades Ordinarias Cencosud.

Cencosud Ingresos por actividades ordinarias	Periodos	
	01/01/2018 al 30/09/2018 M\$	01/01/2017 al 30/09/2017 M\$
Venta de Bienes	6.755.141.974	7.247.418.185
Prestación de Servicios	178.941.071	188.754.623
Comisiones (*)	8.697.592	11.822.436
Ingresos por Intereses	182.194.700	159.141.157
<b>Sub Total</b>	<b>7.124.975.337</b>	<b>7.607.136.401</b>
Argentina- Economía Hiperinflacionaria	175.866.038	-
Argentina- Conversión de Moneda	-610.582.764	-
<b>Ingresos por Actividades Ordinarias</b>	<b>6.690.258.611</b>	<b>7.607.136.401</b>

Fuente: Elaboración propia, información disponible EEFF Cencosud.

### 3.7. Falabella.

Es una de las compañías de retail online y offline más grande de América Latina con presencia en los mercados de Chile, Perú, Colombia, Argentina, Brasil, Uruguay y México. La empresa ha evolucionado continuamente para convertirse en uno de los actores principales de la región en sector del comercio y principal operador Omnicanal basándose en el desarrollo de una plataforma de E-commerce, participando en distintas categorías de servicio en el retail distinguiéndose entre las más importantes tiendas por departamento, supermercados e hipermercados, negocios inmobiliarios, tiendas para el mejoramientos del hogar, servicios financieros y otros segmentos de negocios complementarios, entre otras, productos de marcas propias, posee también su tarjeta de crédito CMR, convirtiéndose en el mayor emisor de TCR en el mercado nacional, brindando a través de esta servicios bancarios y financieros.

Tabla 15. Resumen Antecedentes Falabella en Bolsa de Comercio de Santiago.

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. FALABELLA
Nemotécnico	FALABELLA
Clase de Acción	Clase A (Serie Única)
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Mercado donde Transa sus Acciones	Bolsa de Comercio de Santiago. Índice IPSA IGPA

Fuente: Elaboración propia, información disponible en la Bolsa de Comercio de Santiago.



A continuación, para comparar presentaremos los ingresos por actividades ordinarias de Cencosud y Falabella, periodos comprendidos entre el enero a septiembre del año 2017 y 2018 respectivamente.

Los ingresos por venta de bienes corresponden a ingresos procedentes de contratos con clientes en los segmentos supermercados, mejoramiento del hogar y tiendas por departamento, estos se generan en Chile, Argentina, Perú, Brasil y Colombia, respecto a los ingresos por intereses corresponden a ingresos procedentes de contratos de con clientes del segmento servicios financieros, la línea de comisiones se consideran ingresos por centros de entretenimiento familiar y el programa de fidelización de los clientes, los ingresos por prestación de servicios incluyen principalmente ingresos por arrendamientos y subarrendamientos generados en Chile Argentina Perú y Colombia.

Tabla 17: Ingresos por Actividades Ordinarias Falabella.

Falabella Ingresos por actividades ordinarias	Periodos	
	01/01/2018 al 30/09/2018 M\$	01/01/2017 al 30/09/2017 M\$
Venta de Bienes	5.465.641.435	5.284.883.234
Ingresos por Arrendamiento de PI	221.811.612	212.591.857
Ingreso por Comisiones	356.039.847	329.428.324
Ingresos por Intereses	77.912.347	67.996.843
<b>Total Ingresos</b>	<b>6.121.405.241</b>	<b>5.894.900.258</b>

Fuente: Elaboración propia, información disponible EEFF Falabella.

Los ingresos por actividades ordinarias de Falabella están compuestos principalmente por la venta de una variada gama de productos, como vestuario, productos para el mejoramiento del hogar, supermercados, segmento inmobiliario, arriendo y subarriendo de locales comerciales, etc.

#### 4. Descripción del Financiamiento de la Empresa.

La empresa emitió bonos el 12 de septiembre del 2014, a través de su filial en Brasil, Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), dichos instrumentos no poseen cláusula de repactación, no pueden convertirse en acciones ni poseen garantía y fueron emitidos en moneda Real (Brasil), *no siendo este representativo del costo de deuda o tasa de interés de la deuda de Almacenes Éxito Colombia*, que es la empresa que se está valorando.

Tabla 18. Descripción del Bono en Reales Brasil.

Bono	CBDRA2 Emisión N°12 (Serie Única)																																							
Nemotécnico	BRPCARDBS0A9																																							
Fecha de Emisión	12/09/2014																																							
Valor Nominal (VN o D)	1.000																																							
Moneda	\$ Reales (Bono en Reales)																																							
Tipo de Colocación	Extranjera																																							
Fecha de Vencimiento	12/09/2019																																							
Tipo de Bono	Francés																																							
Tasa Cupón ( $k_d$ )	107% de DI (Brazil Interbank Deposit Rate) (Tasa Flotante)																																							
Periodicidad	6 meses																																							
Número de pagos (N°10)	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Fecha</th> <th>Evento</th> <th>Tasa</th> <th>Valor</th> <th>Residual</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>12-03-2015</td> <td>Interés</td> <td>0,00</td> <td>57,7284</td> <td>1000,0000</td> </tr> <tr> <td>12-09-2015</td> <td>Interés</td> <td>0,00</td> <td>70,1207</td> <td>1000,0000</td> </tr> <tr> <td>12-03-2016</td> <td>Interés</td> <td>0,00</td> <td>72,0888</td> <td>1000,0000</td> </tr> <tr> <td>12-09-2016</td> <td>Interés</td> <td>0,00</td> <td>73,2679</td> <td>1000,0000</td> </tr> <tr> <td>12-03-2017</td> <td>Interés</td> <td>0,00</td> <td>69,4815</td> <td>1000,0000</td> </tr> <tr> <td>12-09-2017</td> <td>Interés</td> <td>0,00</td> <td>54,8474</td> <td>1000,0000</td> </tr> </tbody> </table>					Fecha	Evento	Tasa	Valor	Residual	12-03-2015	Interés	0,00	57,7284	1000,0000	12-09-2015	Interés	0,00	70,1207	1000,0000	12-03-2016	Interés	0,00	72,0888	1000,0000	12-09-2016	Interés	0,00	73,2679	1000,0000	12-03-2017	Interés	0,00	69,4815	1000,0000	12-09-2017	Interés	0,00	54,8474	1000,0000
	Fecha	Evento	Tasa	Valor	Residual																																			
	12-03-2015	Interés	0,00	57,7284	1000,0000																																			
	12-09-2015	Interés	0,00	70,1207	1000,0000																																			
	12-03-2016	Interés	0,00	72,0888	1000,0000																																			
	12-09-2016	Interés	0,00	73,2679	1000,0000																																			
	12-03-2017	Interés	0,00	69,4815	1000,0000																																			
12-09-2017	Interés	0,00	54,8474	1000,0000																																				

Número de pagos (N°10)	12-03-2018	Interés	0,00	46,3479	1000,0000
	12-09-2018	Interés	0,00	48,6820	500,0000
	12-09-2018	Amortización Ordinaria	50,00	500,0000	500,0000
	12-03-2019	Interés	0,00	23,1740	50,0000
	12-09-2019	Interés	0,00	24,5357	0,0000
	12-09-2019	Amortización Ordinaria	50,00	500,0000	0,0000
Periodo de Gracia	No tiene				
Motivo de la Emisión	Inversiones. (Los recursos captados mediante la colocación se destinarán al refuerzo de capital de trabajo de las actividades de la emisora relacionadas con el Agronegocio)				
Clasificación de Riesgo	brAAA/Estable/ (Standard & Poor's)				
Tasa de Colocación o de Mercado el Día de la Emisión ( $k_b$ )	0,043593% Estimada con el precio de Venta.				
Precio de Venta el Día de la Emisión.	Reales \$ 1.000,43593000				
Valor de Mercado	Se transó sobre la par, el día de la emisión al precio indicado en el punto anterior.  El valor más reciente transado fue el 18 de agosto de 2017 por un valor de R\$1.048,59835				

Se concluye que Almacenes Éxito no tiene bonos emitidos en Colombia, siendo su última emisión de bonos ordinarios por \$150.000 millones de pesos colombianos, el pago de este y su redención se efectuó en julio del 2015, debido a esto la Agencia Clasificadora Fitch Rating Bogotá, ha retirado la clasificación de la emisión de bonos ordinarios de Almacenes Éxito hasta esta fecha.

Por lo tanto, actualmente *Almacenes Éxito financia sus operaciones mediante crédito bancario*, por lo que debemos calcular el costo de deuda como:

$$\text{Costo de Deuda (Tasa de Interés)} = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Deuda Financiera}}$$

Tabla 19: Cálculo de Tasa de Costo de la Deuda ( $k_b$ ).

Calculo Tasa Costo de Deuda	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018	Promedio 2016-2017
Gastos Financieros	1.712	478.073	1.118.109	883.610	388.395	
Deuda Financiera	202.418	11.376.800	9.958.562	8.924.222	10.998.961	
Tasa de Interés o Costo de Deuda	0,85%	4,20%	11,23%	9,90%	3,53%	10,56%

Fuente: Elaboración propia, información desde Memorias Anuales

Respecto a los gastos financieros estos provienen de las notas a los Estados Financieros publicados por Grupo Éxito, según glosa ingresos y gastos financieros para cada año observado, es decir, se consideran gastos por intereses, préstamos y arrendamientos financieros.

Con todos los antecedentes descritos se determina que la Tasa de Interés o Tasa de Costo de Deuda que se utilizará en esta valoración corresponderá al 10,56 % (promedios de los últimos dos años).

##### 5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.

La determinación de las Estructura de Capital de Almacenes Éxito se analizó la información contable, es decir, sus Estados Financieros publicados y auditados al cierre de cada periodo de análisis. Se debe considerar que en los periodos evaluados existieron cambios normativos, dado que hasta el año finalizado el 31 de diciembre de 2014, la Matriz preparó sus estados financieros de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia (PCGA). Los estados financieros por el año finalizado el 31 de diciembre de 2015 son los primeros estados financieros que la Matriz ha preparado de acuerdo con las normas de contabilidad y de información financiera, aceptadas en Colombia que corresponden a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), debido a esto se estudió el efecto de la implementación de las (NIIF); y dado este escenario se produce una dificultad adicional, debido a la comparabilidad de las cifras presentadas antes y después del año 2015, por lo cual se omitirá en la estructura de capital promedio la información del año 2014.

### 5.1. Deuda Financiera.

Almacenes Éxito no tiene bonos emitidos en Colombia, actualmente financia sus operaciones mediante crédito bancario, para el cálculo de la deuda financiera de la compañía, se utilizaron las notas a los Estados Financieros correspondientes a otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

Tabla N° 20: Detalle de Deuda Financiera.

Deuda Financiera	Dic. 2014	Dic.2015	Dic.2016	Dic. 2017	Jun. 2018
(+) Otros Pasivos Financieros (Corriente)	166.002	3.955.160	3.768.524	2.552.085	3.465.094
(+) Otros Pasivos Financieros (No Corriente)	36.416	7.421.640	6.190.038	6.372.137	7.533.867
Deuda Financiera en Pesos Colombianos MM \$	202.418	11.376.800	9.958.562	8.924.222*	10.998.961

Fuente: Elaboración propia, información desde Memorias Anuales.

\*En nuestra valoración utilizaremos deuda financiera a Dic 2017.

### 5.2. Patrimonio Económico (Bursátil) de Almacenes Éxito.

Este patrimonio está directamente ligado al precio de las acciones del Grupo Éxito, en el año 2015 cae su precio en un 116% comparado con el año 2014, esta caída en el precio de la acción se debió principalmente a que la compañía adquirió el 100% de la Sociedad Onper Investments 2015 S.L., el 29 de julio de 2015 siendo esta propietaria indirecta del 18,76% del capital y del 49,97% de los derechos de voto de Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), sociedad domiciliada en Brasil.

Tabla 21: Detalle Patrimonio Económico.

Patrimonio Económico	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018
Acciones Suscritas y Pagadas.	448.240.151	448.240.151	448.240.151	448.240.151	448.240.151
Número de Acciones en Circulación.	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316	447.604.316
Precio de la Acción \$ Colombianos.	29.200	13.500	14.900	16.560	16.200
Patrimonio Económico Bursátil MM\$ Col.	13.070.046	6.042.658	6.669.304	7.412.327	7.251.190

Fuente: Elaboración propia, Información EEFF y Bolsa de Comercio Colombia.

### 5.3. Valor de la Empresa (V).

Corresponde a la sumatoria de la deuda financiera, calculada en el numeral anterior, y el patrimonio económico bursátil, este último resulta de multiplicar el valor de la acción por la cantidad de las acciones con corte a 30 de junio del 2018.

Tabla 22: Valor de la Empresa.

Valor de la Empresa	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018
Deuda Financiera MM\$ Col.	202.426	11.376.800	9.958.562	8.924.222	10.998.961
Patrimonio Económico MM\$ Col. (Bursátil.)	13.070.046	6.042.658	6.669.304	7.412.327	7.251.190
Valor de la Empresa MM\$ Col.	13.272.472	17.419.458	16.627.866	16.336.549	18.250.151

Fuente: Elaboración propia, Información EEFF y Bolsa de Comercio Colombia.

### 5.4. Estructura de Capital Promedio y Objetivo.

Utilizando la información histórica de los Estados Financieros del Grupo Éxito, podemos establecer las relaciones Deuda Patrimonio (B/P), Patrimonio a Valor de la Empresa (P/V) y Deuda sobre Patrimonio (B/P), obteniendo la Estructura de Capital Promedio.

Tabla N° 23: Estructura de Capital Objetivo.

Estructura de Capital Objetivo	Dic. 2016	Dic. 2017	E.C.
B/V	59,89%	54,63%	57,26%
P/V	40,11%	45,37%	42,74%
B/P	149,32%	120,40%	134,86%

Fuente: Elaboración propia, Información EEFF.

Tabla 24: Estructura de Capital Promedio.

Estructura de Capital Promedio	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018	E. C.
B/V	59,89%	54,63%	60,27%	58,26%
P/V	40,11%	45,37%	39,73%	41,74%
B/P	149,32%	120,40%	151,68%	140,47%

Fuente: Elaboración propia, Información EEFF.

## 6. Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa.

### 6.1. Beta de la Acción.

Este valor es obtenido a partir de la regresión econométrica de los precios de las acciones de Almacenes Éxito con respecto al proxy de mercado seleccionado (COLCAP) que es un índice de capitalización bursátil que refleja la variación de los precios de las acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia, está compuesto por un mínimo de 20 acciones y 20 emisores diferentes, el cálculo del Beta Patrimonial comprenderá los periodos 2016-2017, es importante señalar en este punto que no se considerará el año 2018 debido a que es un beta anormal, siendo el periodo 2016-2017 betas similares a los comparables.

El beta de la acción mide el riesgo sistemático, mientras más volátil sea la acción con respecto al índice de mercado, esta tendrá mayor riesgo de mercado.

Tabla 25 Resumen Beta de la Acción.

Resumen	2014	2015	2016	2017	2018
Beta de la Acción	1,11629	1,03545	1,25880	1,33551	0,67023
P-Value (Significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

\*En nuestra valoración utilizaremos Beta Patrimonial a Dic 2017, información 2018 semestral.

El riesgo no diversificable de Almacenes Éxito se ha incrementado desde 2016, debido a la adquisición de las filiales que actualmente posee en Brasil, Uruguay y Argentina.

En el anexo N°1 se presentan las regresiones efectuadas, la metodología utilizada es la función de Excel más pendiente (); y de la elaboración de una gráfica de dispersión de los retornos de los precios de la acción de Éxito v/s el índice COLCAP en periodos acumulados de dos años.

La información de referencia para el mercado Colombiano es una Tasa Libre de Riesgo en pesos colombianos, obtenida a partir de la Tasa Yield de un Bono del Gobierno de Colombia a 10 años a la fecha de 6 de septiembre de 2018.<sup>8</sup> Se utilizará para nuestro cálculo el Premio por Riesgo de Mercado para Colombia entregado en el enunciado que corresponderá a 7,39%.

<sup>8</sup> Información que fue obtenida en [www.worldgovernmentbond.com](http://www.worldgovernmentbond.com)

Para obtener la tasa costo de capital de la empresa, es necesario identificar los riesgos relacionados a la deuda financiera (beta de la deuda), y a las operaciones de Éxito (beta sin deuda) y el riesgo financiero de acuerdo a la estructura de financiamiento de largo plazo de la compañía (beta con deuda).

## 6.2 Costo de la Deuda ( $K_D$ ).

Refleja la tasa efectiva que una compañía paga por su endeudamiento, de manera de poder llevar a cabo su actividad o proyectos de inversión mediante créditos o emisión de deuda, para su cálculo se utiliza el coste efectivo de la deuda después de impuestos, es decir, si la empresa solicita un crédito tendrá que pagar una determinada tasa de interés, o si emite deuda, tendrá que ofrecer una rentabilidad atractiva para los inversionistas.

Almacenes Éxito actualmente no tiene bonos emitidos en Colombia, siendo su última emisión de bonos ordinarios por MM\$150.000 de pesos colombianos, el pago y redención de este se efectuó en julio de 2015, debido a esto la agencia clasificadora Fitch Ratings Bogotá ha retirado la clasificación de Almacenes Éxito hasta la fecha. Por lo tanto, el financiamiento de Éxito es a través de crédito bancario, por lo que debemos calcular el *Costo de Deuda* como:

$$\text{Costo de deuda (tasa de interés)} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda financiera}}$$

Con todos los antecedentes descritos se determina que la Tasa de Costo de Deuda a utilizar en esta valoración, corresponde a 10,56%. Ver tabla N°19

$K_D = 10,56\% > R_f = 6,88\%$ ; se utilizó como  $R_f$  la Tasa Yield de un Bono del Gobierno de Colombia a 10 años correspondiente a 7,39%. El costo del endeudamiento es mayor que la Tasa Libre de Riesgo, por lo tanto, podemos concluir que esta deuda es riesgosa, es decir, se debe aplicar la fórmula *Rubinstein* (1).

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



### 6.3 Beta de la Deuda ( $\beta_b$ )

Se utiliza el modelo de valoración CAPM y la Tasa de Costo de la Deuda para calcular el Beta de la Deuda, se empleará como Premio por Riesgo de Mercado (PRM), el dato entregado para esta valoración corresponde al 7,39% para el mercado de Colombia según enunciado.

Respecto a la Tasa Libre de Riesgo<sup>9</sup> en pesos colombianos se utilizará el 6,88% correspondiente a la Tasa Yield de un Bono del Gobierno de Colombia.

Reemplazando los valores en la ecuación:

$$k_b = R_f + [E(R_m) - R_f]\beta_d \rightarrow 10,56\% = 6,88\% + 7,39\% * \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{10,56\% - 6,88\%}{7,39\%}$$

$$\beta_d = 0,50$$

Dónde:

$R_f$  = Rentabilidad libre de riesgo.

$[E(R_m) - R_f]$  = Premio por riesgo de mercado.

$k_b$  = Tasa costo de la deuda.

$\beta_d$  = Beta de la deuda, dado que  $k_b > R_f$ .

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

Para el cálculo de Beta Patrimonial sin Deuda se requiere utilizar la fórmula de Rubinstein (1973), dado que  $k_b$  es mayor que la  $R_f$ .

$$\beta_p^{s/d} = \beta_p^{s/d} \left[ 1 + (1 - T_c) \left( \frac{B}{P} \right) \right] - \beta_D (1 - T_c) \left( \frac{B}{P} \right)$$

<sup>9</sup> Información fue obtenida en [www.worldgovernmentbond.com](http://www.worldgovernmentbond.com)

Dónde:

$\beta_p^{c/d}$  = Beta de la acción.

$T_c$  = Tasa impositiva.

$\beta_p^{s/d}$  = Beta patrimonial sin deuda.

$\left(\frac{B}{P}\right)$  = Estructura de capital.

$\beta_d$  = Beta de la deuda, dado que  $K_b > R_f$ .

Se realiza el desapalancamiento con la Estructura de Capital Objetivo (ver Tabla 23) y la tasa de impuestos corporativos promedio, se consideran para el cálculo de este último ítem Colombia y Brasil debido que en estos países se concentran la mayor participación respecto a los ingresos por actividades ordinarias.

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

Reemplazando los valores en la ecuación:

$$\beta_p^{s/d} = 1,33 + (1 - 0,3379) \left(\frac{0,5826}{0,4174}\right) 0,50 / [1 + (1 - 0,3379) \left(\frac{0,5826}{0,4174}\right)]$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,92$$

Dónde:

$\beta_p^{c/d}$  = Beta de la acción, calculado en punto 2.1

$\beta_d$  = Beta de la deuda, dado que el costo de la deuda es mayor que la tasa libre de riesgo.

$T_c$  = Tasa impositiva efectiva últimos dos años.

$\left(\frac{B}{P}\right)$  = Estructura de capital objetivo

$\beta_p^{s/d}$  = Beta patrimonial sin deuda.

Tabla 26. Promedio Tasa Impositiva Colombia, Brasil.

Calculo Tasa Impositiva en Base al Estado de Resultado.	2015	2016	2017
Ganancia (pérdida) Antes de Impuestos por Operaciones Continuas	1.268.082	380.270	974.788
Gastos por Impuestos.	-387.683	-167.814	-259.918
Ganancia Neta del Ejercicio por Operaciones Continuas.	880.399	212.456	714.870
Tasa Impositiva Corto Plazo	33,79%	30,57%	44,13%
			26,66%

Fuente: Elaboración propia, Información EEFF.

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

Para el cálculo del beta será necesario apalancar el beta patrimonial sin deuda ( $\beta_p^{s/d}$ ) con la estructura de capital promedio de la empresa y los impuestos corporativos de largo plazo ( $T_c$ ), previamente calculados.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[ 1 + (1 - T_c) \left( \frac{B}{E} \right) \right] - \beta_d (1 - T_c) \left( \frac{B}{E} \right) \quad (1)$$

Tabla 27: Tasa Impositiva Colombia y Brasil.

Tasa Impositiva Colombia y Brasil	2017	2018	2019	2020	Promedio
Colombia	40%	33%	33%	33%	34,3%
Brasil	34%	34%	34%	34%	34%
Tasa Impositiva Largo Plazo	34,17%				

Fuente: Elaboración propia.

Reemplazando los valores en la ecuación:

$$\beta_p^{c/d} = 0,9291 \left[ 1 + (1 - 0,3417) \left( \frac{0,5726}{0,4274} \right) \right] - 0,50 (1 - 0,3417) \left( \frac{0,5726}{0,4274} \right)$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,31$$

Dónde:

$\beta_p^{e/d}$  = Beta patrimonial con deuda.

$\beta_d$  = Beta de la deuda, dado que el costo de la deuda es mayor que la tasa libre de riesgo.

$T_c$  = Tasa impositiva.

$\left(\frac{B}{P}\right)$  = Estructura de capital promedio.

$\beta_p^{e/d}$  = Beta patrimonial sin deuda.

### 6.6 Costo Patrimonial $(k_p)$ .

Para el cálculo del  $(k_p)$  se utilizó el modelo CAPM, y el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

$$K_p = R_f + [E(R_m - R_f)] * \beta_p^{e/d}$$

Reemplazando los valores en la ecuación:

$$K_p = 0,0688 + 0,0739 * 1,312$$

$$K_p = 0,1657 \text{ o } 16,57\%$$

Dónde;

$\beta_p^{e/d}$  = Beta patrimonial con deuda.

$R_f$  = Rentabilidad libre de riesgo.

$[E_{R_m} - R_f]$  = Premio por riesgo de mercado.

## 6.7 Costo de capital ( $k_0$ )

Determinamos finalmente la tasa de descuento que los aportadores de capital requieren como compensación por el uso de su capital.

Utilizaremos el modelo del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), traeremos los datos calculados previamente y la estructura de capital descrita en Tabla N° 24, correspondiente a la Estructura de Capital Objetivo.

$$K_0 = K_p * \left(\frac{E}{V}\right) + K_b * (1 - T_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

Reemplazando los valores en la ecuación:

$$K_0 = 0,1657 * 0,4274 + 0,1056 * (1 - 0,3417) * 0,5726$$

$$K_0 = 0,1106 \text{ ó } 11,06\%$$

Dónde:

$K_p$  = Costo patrimonial

$\left(\frac{E}{V}\right)$  = Razón patrimonio a valor de la empresa.

$K_b$  = Tasa costo de la deuda

$\left(\frac{B}{V}\right)$  = Razón deuda a valor de la empresa.

$T_c$  = Tasa impositiva.

Determinado el costo de capital  $K_0$ , obtenemos la tasa a la cual descontaremos los flujos de Almacenes Éxito en la presente valoración.

## **7. Análisis Operacional del Negocio e Industria.**

### **7.1. Análisis de Crecimiento.**

A continuación, se presentarán los ingresos devengados por Almacenes Éxito correspondientes a las actividades ordinarias de los periodos entre 01 de enero al 31 de diciembre de los años 2015, 2016, 2017 respectivamente, además se incluye el primer semestre de 2018 correspondiente a los ingresos percibidos en el semestre de 01 enero de 2018 al 31 de junio del mismo año.

Respecto al análisis e ingresos devengados por las actividades ordinarias comprendidos en el periodo 01 de enero al 31 de diciembre del 2014, se deja constancia que estos será omitidos en la presente valoración, considerando el importante cambio estructural experimentado por Almacenes Éxito S.A. en cumplimiento de los contratos de compraventa de acciones celebrados con Casino Guichard Perrachon el 29 de julio de 2015, la Compañía adquirió el 100% de la sociedad Onper Investments 2015 S.L., la cual es propietaria indirecta del 18,76% del capital y del 49,97% de los derechos de voto de Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), sociedad domiciliada en Brasil.<sup>10</sup>

Se debe considerar además que en este periodo existen cambios normativos, dado que hasta el año finalizado el 31 de diciembre de 2014, la Matriz preparó sus estados financieros de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia (PCGA). Los Estados Financieros para el año finalizado el 31 de diciembre de 2015 son los primeros EEFF que la Matriz ha preparado de acuerdo con las normas de contabilidad y de información financiera, aceptadas en Colombia que corresponden a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), debido a esto se estudió el efecto de la implementación de las (NIIF); dado este escenario se produce una dificultad adicional, debido a la comparabilidad de las cifras presentadas antes y después del año 2015 por lo cual se omite en este análisis la información del año 2014.

---

<sup>10</sup> Obtenido de las notas de EEFF de Almacenes Éxito del año 2014.

Tabla 28: Ingresos Provenientes de las Notas a los Estados Financieros.

EERR MM\$ Col	Jun. 2018	*% Part.	Dic. 2017	% Part	% Var	Dic. 2016	% Part	% Var	Dic. 2015	% Part	% Var
Ventas de Bienes.	26.117.317	98	55.556.241	98	9	50.867.957	99	116	23.598.803	98	132
Ingresos por Servicios.	461.219	1,73	830.842	1,47	38,3	600.699	1,16	-	-	-	-
Otros Ingresos Ordinarios.	45.842	0,17	55.720	0,10	-59,7	138.299	0,27	-69,0	447.168	1,86	35,8
Total Ing. por Activ.Ord.	26.624.378	100	56.442.803	100	9,3	51.606.955	100	114,6	24.045.971	100	129,3

Fuente: Elaboración propia, Información EEFF (\*Semestre 2018).

Respecto a los ingresos provenientes de las actividades ordinarias cabe señalar que la matriz y sus subsidiarias están enfocadas en siete segmentos operativos agrupados en cuatro segmentos geográficos, para cada uno de estos segmentos existe información financiera que es utilizada para dar un enfoque estratégico y asignación de recursos económicos según la zona geográfica<sup>11</sup>, los cuatro segmentos geográficos son:

**Colombia.**

Éxito: Los principales productos y servicios para este segmento provienen netamente de la actividad de comercialización de productos al detalle, con almacenes bajo la marca Éxito.

Carulla: Los principales productos y servicios para este segmento provienen netamente de la actividad de comercialización de productos al detalle, con almacenes bajo la marca Carulla.

Surtimax-Súper Inter: Los principales productos y servicios para este segmento provienen netamente de la actividad de comercialización de productos al detalle, con almacenes bajo las marcas Surtimax y Súper Inter.

B2B: Los principales productos y servicios para este segmento provienen principalmente de la comercialización de productos al detalle en el formato B2B y con almacenes bajo la marca Surti Mayorista.

<sup>11</sup> Obtenido de notas de EEFF de Almacenes Éxito año 2018.

### Brasil.

**Food:** Los principales productos y servicios para este segmento provienen netamente de la actividad de comercialización de alimentos.

### Argentina.

Los principales productos y servicios para este segmento provienen netamente de la actividad de comercialización de productos al detalle en Argentina con almacenes bajo las marcas Libertad y Mini Libertad.

### Uruguay:

Los principales productos y servicios para este segmento provienen netamente de la actividad de comercialización de productos al detalle en Uruguay con almacenes bajo las marcas Disco, Devoto y Géant.

Los ingresos de actividades ordinarias y las notas informadas en los Estados Financieros, detallan que el principal ingreso percibido proviene de las ventas de bienes, a continuación, se presenta un resumen en la siguiente tabla y su tasa real de crecimiento por división geográfica:

Tabla 29: Ingresos por Actividades Ordinarias por País.

Seg. Geog.	Seg. Oper.	*01 de enero al 30 junio 2018		01 de enero al 31 de diciembre 2017			01 de enero al 31 diciembre 2016			01 de enero al 31 diciembre 2015		
		MM\$ COL	% Part	MM\$ COL	% Part	% Var	MM\$ COL	% Part	% Var	MM\$ COL	% Part	% Var
Colombia	Éxito	3.481.553	13,3	7.282.532	13,1	-2,8	7.491.940	14,7	7,35	6.979.065	29,5	-0,01
	Carulla	730.472	2,8	1.504.340	2,7	-4,1	1.570.180	3,09	5,15	1.493.215	6,3	2,73
	Surtimax-Super	685.365		1.514.281			1.647.400			1.570.030		
	Inter B2B	210.539	2,6 0,8	322.252	2,7 0,5	-8,0 9,32	294.775	3,24 0,58	4,93 21,36	242.889	6,6 1,0	95,47 25,9
Brasil	Food	19.124.624	73,2	40.975.960	73,7	13,3	36.167.253	71,0	241,3	10.595.904	79,9	-
	Non Food									4.795.995		
	E-Commerce									3.465.273		
Argentina		596.629	2,28	1.383.591	2,49	4,45	1.324.595	2,60	122,29	595.882	2,5	-
Uruguay		1.290.126	4,94	2.589.761	4,66	8,99	2.376.064	4,67	11,92	2.122.911	9,0	228,9
Total Ventas		26.117.317	100	55.556.241	100	9,21	50.872.207	100	115,57	23.598.803	100	132,3

Fuente: Elaboración propia, Información EEFF.



Respecto a los ingresos de actividades ordinarias generados en Brasil, cabe destacar que este sector geográfico concentra entre el 70 y 80% del total de ingresos ordinarios obtenidos por el Grupo Éxito como se muestra a continuación:

Tabla 30. Ingresos por Actividades Ordinarias Brasil.

Segmento Geográfico	Segmento Operativo	*01 de enero al 30 junio 2018		01 de enero al 31 de diciembre 2017			01 de enero al 31 diciembre 2016			01 de enero al 31 diciembre 2015		
		MMS COL	% Part	MMS COL	% Part	%Var	MMS COL	% Part	%Var	MMS COL	% Part	%Var
Brasil	Food y otros	19.124.624	73,2	40.975.960	73,8	13,30	36.167.253	71,09	241,33	10.595.904	79,91	-

Fuente: Elaboración propia, Información EEFF.

## 7.2. Perspectivas Económicas Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial.

En este momento en que la recuperación cíclica mundial que tuvo comienzo a mediados de 2016, parece haber tocado techo en algunas economías y el crecimiento entre los países se encuentra menos sincronizado, se proyecta que el crecimiento a nivel mundial 2018-2019 se mantenga al nivel de 2017 y de acuerdo al Fondo Monetario Internacional las proyecciones de crecimiento mundial alcancen un 3,7% en 2018 y 2019, sin embargo, la expansión ha dejado de ser uniforme, agudizando los riesgos para esta perspectiva de crecimiento. Las proyecciones de crecimiento han sido revisadas a la baja para Japón, Reino Unido y la zona del euro, como consecuencia de sorpresas negativas para la actividad económica a comienzos de 2018.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las perspectivas de crecimiento de muchos exportadores de energía se ven favorecidas por el alza de precios del petróleo, pero se ha revisado a la baja el crecimiento de Argentina, Brasil, Irán y Turquía, donde influyen también factores internos y el pesimismo de los inversionistas, la inflación ha aumentado en los países de mercados emergentes y en desarrollo, como consecuencia del traslado de depreciaciones de monedas, la baja en el crecimiento se da también por resultado de factores nacionales específicos, constricción de las condiciones financieras, las tensiones geopolíticas y el encarecimiento de la importación del petróleo, es decir, las perspectivas de crecimiento resultan ser desiguales, en un contexto marcado por el avance de los precios del petróleo, el aumento de las rentabilidades en Estados Unidos y presiones sobre monedas con fundamentos económicos más débiles. Tomando en consideración lo mencionado las proyecciones se inclinan a la baja, incluso a corto plazo. Los anuncios de aranceles anunciados por los EEUU y las represalias de

socios comerciales han incrementado la probabilidad de medidas comerciales crecientes y sostenidas. Lo que podría descarrilar la recuperación y empañar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo, tanto a través del impacto directo en la asignación de recursos y la productividad, como también debido al recrudecimiento de la incertidumbre y el daño a la inversión.

En EE.UU el pronóstico para 2019 se ha revisado a la baja, debido a las medidas comerciales anunciadas hace poco, como los aranceles aplicados a importaciones procedentes de China el aumento de la inflación y mantención del desempleo en torno al 4%, hace prever una trayectoria de aumento de tasas de interés menos empinada que lo proyectado por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, sin embargo, esto podría hacer que los inversionistas reevalúen repentinamente fundamentos económicos y los riesgos, la constricción financiera podría trastocar las carteras , sacudir los tipos de cambio y reducir las entradas de capital de los mercados emergentes, sobre todo los que tienen fundamentos más débiles o están expuestos a riesgo político.

### 7.3.Crecimiento Real del PIB en los Países donde opera Grupo Éxito acorde al FMI.

El Fondo Monetario Internacional prevé las siguientes expectativas de crecimiento del PIB Real para los países donde Grupo Éxito tiene participación.

Tabla 31. Cambio Porcentual en el PIB Real por País, según el FMI.

Crecimiento PIB Real	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Argentina	2,7	-1,8	2,9	2	3,2	3,1	3,2	3,3	3,3
Brasil	-3,5	-3,5	1	2,3	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Colombia	3,1	2	1,8	2,7	3,3	3,6	3,6	3,6	3,5
Uruguay	0,4	1,5	3,1	3,4	3,1	3	2,9	3	3
Economías Desarrolladas	2,3	1,7	2,3	2,5	2,2	1,7	1,7	1,5	1,5
Mercados Emergentes y Países en Desarrollo	4,3	4,4	4,8	4,9	5,1	5,1	5,1	5	5
Expectativa a Nivel Mundial	3,5	3,2	3,8	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7

Fuente:©IMF, 2018

#### 7.4. Crecimiento Real del PIB en los Países donde opera Grupo Éxito acorde al Banco Mundial.

Las proyecciones del Banco Mundial con respecto al crecimiento del PIB Real de los países en que opera Grupo Éxito tienden a ser consistentes con las estimadas por el Fondo Monetario Internacional.

Tabla 32. Cambio Porcentual en el PIB Real por País, según el BM.

Crecimiento PIB Real	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Argentina	2,7	-1,8	2,9	1,7	1,8	2,8
Brasil	-3,5	-3,5	1	2,4	2,5	2,4
Colombia	3	2	1,8	2,7	3,3	3,6
Uruguay	0,4	1,7	2,7	3,3	3,1	2,9

Fuente: Información disponible Banco Mundial.

#### 7.5. Perspectivas de Crecimiento.

Las proyecciones indican que el crecimiento en América Latina y el Caribe se reducirá desde 1,3% al 2017 al 1,2% al 2018, y se incrementará hasta el 2,2% el año 2019; se espera que el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo se mantenga estable en el 4,7% en 2018-2019, y aumente de manera moderada en el mediano plazo, el crecimiento en China se pronostica se vea moderado con un 6,6% en 2018 y un 6,2% en 2019, como consecuencia de la desaceleración de la demanda externa y el necesario endurecimiento de la regulación financiera, además se atribuye el efecto negativo a las recientes medidas arancelarias impuestas por EE.UU.

#### 7.6. Perspectivas de Inflación.

De acuerdo con las proyecciones más recientes de FMI en 2018, se espera que la inflación en economías avanzadas sea del 2% este año; un aumento respecto del 1,7% de 2017. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, sin incluir Venezuela, aumentaría a un 5% este año, un aumento respecto del 4,3% de 2017. Esto promedios ponderados ocultan un grado significativo de heterogeneidad entre los países en función de sus posiciones en el ciclo, impacto de depreciaciones en la moneda y el aumento en los precios de la energía. El aumento de los

precios de la energía ha elevado de forma general la inflación interanual en las economías avanzadas y en las economías de países emergentes y en desarrollo los últimos seis meses.

La inflación subyacente (excluyendo alimentos y energía), siguen estando por debajo de las metas objetivo de los Bancos Centrales en la mayoría de las economías avanzadas y en Latinoamérica excluyendo la hiperinflación en Venezuela, la inflación subyacente sigue por debajo del promedio los últimos años, aunque ha aumentado ligeramente en los últimos meses como se observa en la Tabla N°33 de proyecciones de inflación para los países donde opera Grupo Éxito, acorde a FMI, se incluye además en la Tabla N°34 una revisión histórica de la inflación en América Latina y el Caribe elaborado por CEPAL, durante el periodo de diciembre 2015 a junio de 2018.

Tabla 33. Proyecciones de Inflación en los Países donde opera Grupo Éxito.

Proyección Inflación (del periodo, en porcentaje)					
	2015	2016	2017	2018	2019
Argentina	-	-	24,8	40,5	20,2
Brasil	10,7	6,3	2,9	4,2	4,2
Colombia	6,9	5,8	4,1	3,1	3
Uruguay	9,4	8,1	6,6	7,9	6,5

Fuente: Información disponible FMI.

Tabla 34: Inflación Histórica en América Latina y el Caribe.

	A diciembre de 2015	A diciembre de 2016	A diciembre de 2017	A junio de 2016	A junio de 2017	A junio de 2018
<b>América Latina y el Caribe<sup>1</sup></b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>5,7</b>	<b>8,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>
<b>América del Sur<sup>2</sup></b>	<b>10,6</b>	<b>9,1</b>	<b>5,3</b>	<b>11,8</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>
Argentina	27,5	38,5	25,0	45,6	21,9	29,5
Bolivia (Estado Plurinacional de)	3,0	4,0	2,7	4,2	1,8	3,2
Brasil	10,7	6,3	2,9	8,8	3,0	4,4
Chile	4,4	2,7	2,3	4,2	2,7	2,5
Colombia	6,8	5,7	4,2	8,6	4,0	3,2
Ecuador	3,4	1,1	-0,2	1,6	0,2	-0,7
Paraguay	3,1	3,9	4,5	4,7	2,9	4,4
Perú	4,4	3,2	1,4	3,3	2,7	1,4
Uruguay	9,4	8,1	6,6	10,9	5,3	8,1

Fuente: Inflación América Latina y el Caribe: tasas de variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 12 meses diciembre de 2015 a junio de 2018, Informe CEPAL Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2018.

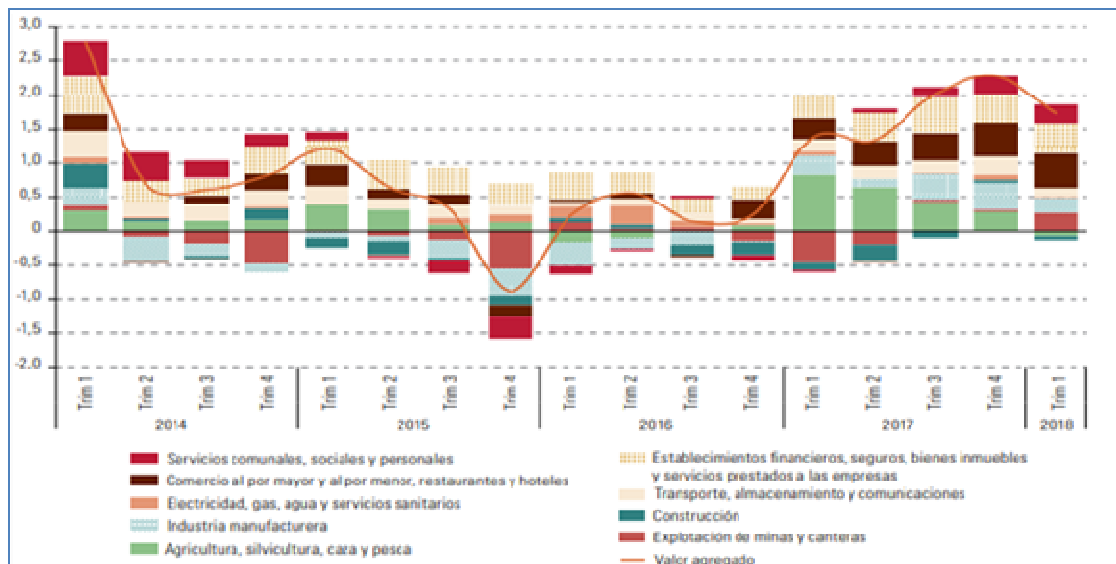
### **7.7. Perspectivas de Crecimiento de la Industria para los años 2018 al 2022.**

En Latinoamérica se proyecta que el crecimiento experimentará un ligero aumento a 1,6% para 2018 y 2019, predicción que fue revisada a la baja con respecto a las proyecciones del informe World Economic Outlook (FMI) de abril de 2018. A pesar de que el alza del precio de las materias primas impulsa a los exportadores de la región, existe constricción en las condiciones financieras en Argentina e incertidumbre política en Brasil. Las condiciones están mejorando en países exportadores de commodities como el caso de Brasil, Chile, Colombia y Perú que debiesen acelerar su crecimiento durante el presente año y en 2019.

El sector comercial como los servicios financieros y empresariales experimentó el 2017 un repunte de la actividad, de un 2,7% y un 2,2%, respectivamente. El comercio aumentó como respuesta a la evolución positiva del consumo privado, que viene creciendo desde el primer trimestre de 2017, y los servicios financieros y empresariales se beneficiaron de ser un sector asociado a la inversión. De igual manera, el incremento de la cantidad de bienes y servicios exportados e importados, sumado al mayor dinamismo de la demanda interna, se plasmó en el crecimiento de los sectores del transporte y las comunicaciones (2,1%) y la industria manufacturera (2,0%). Adicionalmente, el sector agrícola fue el sector de actividad económica que más creció en la región (7,3%), principalmente a causa de la mayor tasa de crecimiento del sector registrada en el Brasil (12,1%).

En 2017 el consumo privado se incrementó de forma generalizada en América Latina y lideró el repunte de la demanda interna. Su crecimiento fue elevado en la segunda mitad del año, principalmente producto de la expansión del Brasil; en el resto de la región el consumo ya había vuelto a aumentar desde el cuarto trimestre de 2016, esto se observa en la Figura 1, donde se detalla la variación de valor agregado y contribución por sector económico en América Latina.

Figura N°1: Tasa de variación del valor agregado y contribución por sector de actividad económica en América Latina, primer trimestre de 2014 a primer trimestre de 2018 (En porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2010).



Fuente: Informe CEPAL Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2018.

### 7.8. Riesgos Identificados.

En la primera mitad de 2018 se han concretado algunos de los riesgos a los que la CEPAL hizo referencia, en particular los relativos a los posibles efectos de la política monetaria más restrictiva de los Estados Unidos y al aumento de las tendencias proteccionistas, de las tensiones comerciales y de la reforma impositiva en ese país. El ajuste de la política monetaria de los Estados Unidos ha sido gradual, ha suscitado reajustes de cartera y afectado negativamente los flujos financieros hacia los mercados emergentes y la cotización de las monedas, que se depreciaron de forma generalizada respecto del dólar. Si esto se acompañara de aumentos en la aversión al riesgo, podrían observarse más limitaciones al financiamiento disponible y mayores depreciaciones de las monedas de los mercados emergentes, incluida América Latina.

Además de lo anterior, siguen presentes importantes riesgos geopolíticos y al igual que en los últimos años la preocupación por la evolución de la economía de China. Si bien hasta 2017 no se había producido la desaceleración que se había pronosticado año tras año, sí se espera que en 2018 la economía se muestre más lenta, aunque en forma moderada.

### **7.8.1. Riesgos Internos.**

- Medidas proteccionistas pueden afectar frenando el crecimiento y comercio internacional de bienes y servicios. Los riesgos a la baja están aumentando, muchos países necesitan recomponer sus márgenes fiscales de protección.
- Crecientes barreras comerciales y reversión de flujos de capital dirigidos a economías de mercados emergentes con fundamentos más débiles y mayor riesgo político. Si bien las condiciones de los mercados financieros siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, podrían desmejorar rápidamente producto de las tensiones comerciales y la incertidumbre.

### **7.8.2. Riesgos Externos**

Las expectativas del crecimiento mundial están sesgadas a la baja en un contexto de recrudescimiento de la incertidumbre en torno a las políticas, varios de los riesgos a la baja que fueron puestos en relieve en el informe de perspectivas de economía mundial de abril de 2018 se han materializado parcialmente, como:

- Posible reforzamiento de la resiliencia financiera en un entorno donde la volatilidad del mercado podría empeorar.
- Riesgo de estabilidad financiera en China debido a desaceleración de la demanda externa y endurecimiento de la regulación financiera y aranceles impuestos por EE. UU.
- Déficit de oferta en materias primas y encarecimiento del precio internacional del petróleo que aumentó un 16% en febrero y a comienzos de junio de 2018, la capacidad decreciente de Venezuela y sanciones estadounidenses contra Irán, lo que puede afectar la oferta y por tanto el precio internacional.

### **7.9. Evolución y Perspectivas.**

La proyección de crecimiento para América Latina y el Caribe se ha revisado a la baja; y *se prevé que este llegará al 1,6% en 2018*, el crecimiento del PIB de América Latina y el Caribe llegará al 1,6%, lo que representa un ajuste a la baja de siete décimas con respecto a las proyecciones, esto es producto de revisiones a la baja de países de importante tamaño en la región como la Argentina, el Brasil y Venezuela, sin embargo, al evaluar el desempeño específico del resto de países se observa una gran heterogeneidad, dado que las proyecciones correspondientes a Bolivia, Chile, Colombia, Paraguay y el Perú se han revisado al alza, principalmente por la mejora de sus términos de intercambio, mientras que en otros casos las previsiones de crecimiento se mantienen o disminuyen levemente.

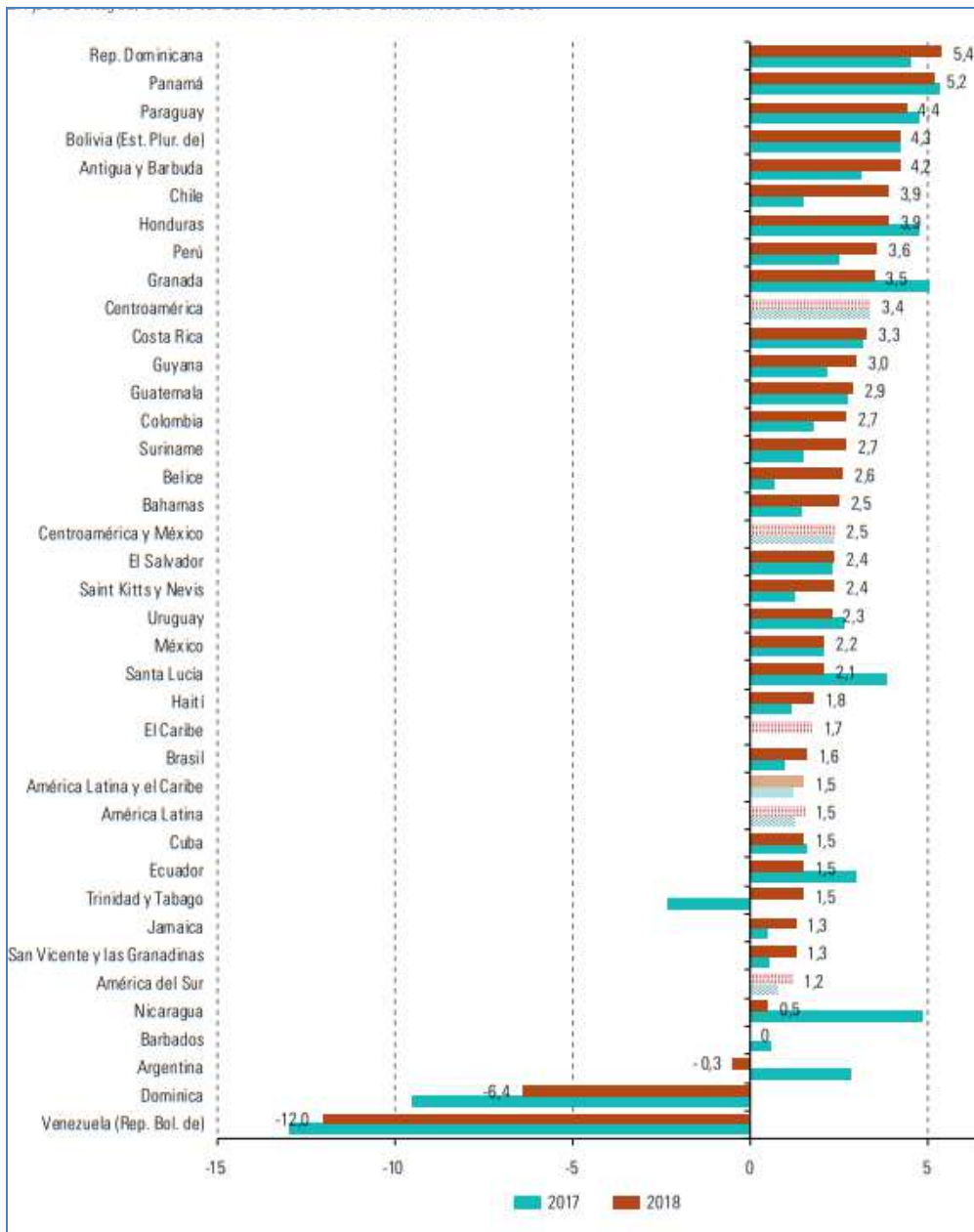
A pesar de que se ha perdido dinamismo en la actividad económica de la región en el primer semestre de este año, se espera que el crecimiento el 2018 sea superior al 1,2% registrado el 2017, proyectándose una dinámica de crecimiento cuya intensidad no solo responde a los impactos diferenciados del contexto internacional en cada economía, sino también a la dinámica de los componentes de gasto principalmente el consumo y la inversión, los cuales han mostrado patrones distintos en ambos hemisferios.

La actividad económica de América del Sur como una subregión pasara de un crecimiento del 0,8% en 2017 a uno de 1,2% en 2018, esto se explica tanto por el alza del consumo como de la inversión, el comercio exterior de bienes y servicios, la recuperación de la demanda interna, y una demanda externa que no muestra mayor dinamismo.

En conclusión, se proyecta una dinámica de crecimiento cuya intensidad es distinta entre países y subregiones, y que responde, no solo a los impactos diferenciados del contexto internacional en cada economía, sino también a la dinámica de los componentes del gasto dado principalmente el consumo y la inversión, que ha mostrado patrones distintos en las economías del norte y en las del sur.



Figura 2: Tasa proyectada del crecimiento del PIB, 2018 para América Latina y el Caribe.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 8. Análisis Económico, Segmento Geográfico donde Grupo Éxito mantiene sus Operaciones.

### Brasil.

Se prevé que la economía en Brasil crezca en un 1,4% y 2,4% en 2018 y 2019 respectivamente, crecimiento que se ve liderado por un aumento de su demanda privada. Si bien ha recuperado momentum en 2018, las proyecciones para este año se han revisado a la baja dado los efectos de la huelga nacional de camioneros y el endurecimiento de las condiciones financieras. A mediano plazo se espera que el crecimiento se modere en 2,2%. Se proyecta también que la inflación se acelere a un 4,2% en 2019, la inflación del precio de los alimentos repuntó tras haber caído en 2017, debido a una cosecha excepcional. Su PIB real se espera crezca a un 2,3% gracias a condiciones externas favorables e inversión.

Tabla 35. Tasa de Crecimiento del PIB, Desempleo, Consumo e IPC en Brasil durante el periodo 2010-2017.

Brasil	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gasto de Consumo Final	5,7	4,2	3,2	3,0	1,9	-2,8	-3,4	0,6
Gasto de Consumo Final del Gob. Gral.	3,9	2,2	2,3	1,5	0,8	-1,4	-0,1	-0,6
Gasto de Consumo Final Privado	6,2	4,8	3,5	3,5	2,3	-3,2	-4,3	1,0
Producto Interno Bruto (PIB)	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,5	1,0
Desempleo	6,7	6	8,2	8	7,8	9,3	13	14,5
Variación del IPC	5,9	5,4	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3	2,9

Fuente: Elaboración Propia, datos CEPAL 2018- Estimaciones propias con base en fuentes oficiales.

### Colombia

La recuperación en Colombia sigue siendo liderada por el alza del precio del petróleo desde el año pasado, cada vez en mayor medida, por una inversión privada más sólida, disipándose también su incertidumbre política. Su política monetaria y el ambiente externo favorable levantó el crecimiento a un 2,7% en 2018. Se proyecta que la inversión se vea incrementada fuertemente en proyectos de infraestructura bajo el programa de cuarta generación, proyectos en el sector de

gasolina y la reforma de impuestos de 2016. La inflación debiese mantenerse en la banda objetivo, lo que podría permitir reducciones en la tasa de política monetaria.

Tabla 36: Tasa de Crecimiento del PIB, Desempleo, Consumo e IPC en Colombia durante el periodo 2010-2017.

Colombia	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gasto de Consumo Final	5,2	6,6	5,2	4,8	4,6	3,4	1,4	2,2
Gasto de Consumo Final del Gob. Gral.	5,2	6,5	4,8	8,9	4,7	4,9	1,8	4,0
Gasto de Consumo Final Privado	5,1	6,6	5,3	4,0	4,6	3,1	1,4	1,8
Producto Interno Bruto (PIB)	4,3	7,4	3,9	4,6	4,7	3,0	2,0	1,8
Desempleo	12	11,1	10,8	10	9,4	9,2	9,7	9,9
Variación del IPC	3,2	3,1	2,4	1,9	3,7	6,8	5,7	4,2

Fuente: Elaboración Propia, datos CEPAL 2018 - Estimaciones propias con base en fuentes oficiales.

## Argentina

Se prevé una contracción del crecimiento del 2,9% el 2017 al 2,6% en 2018, predicción que fue revisada a la baja dadas las recientes perturbaciones en el mercado financiero, las tasas de interés reales y el más rápido avance en la consolidación fiscal. Se espera una nueva contracción de la economía de 1,6% en 2019, A mediano plazo se espera que el crecimiento alcance un 3,2%.

Tabla 37: Tasa de Crecimiento del PIB, Desempleo, Consumo e IPC en Argentina durante el periodo 2010-2017.

Argentina	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gasto de Consumo Final	10,3	8,7	1,4	3,9	-3,3	4,2	-0,8	3,3
Gasto de Consumo Final del Gob. Gral	5,5	4,6	3,0	5,3	2,9	6,9	0,3	2,2
Gasto de Consumo Final Privado	11,2	9,4	1,1	3,6	-4,4	3,7	-1,0	3,5
Producto Interno Bruto (PIB)	10,1	6,0	-1,0	2,4	-2,5	2,7	-1,8	2,9
Desempleo	7,7	7,2	7,2	7,1	7,3	6,5	8,5	8,4
Variación del IPC	10,9	9,5	10,8	10,9	23,9	27,5	38,5	25

Fuente: Elaboración Propia, datos CEPAL 2018 - Estimaciones propias con base en fuentes oficiales.

## Uruguay

Se prevé que el crecimiento en Uruguay se desacelere de 2,7% en 2017 a 2% en 2018, como consecuencia de la reciente sequía, el efecto perjudicial de la depreciación del peso en los salarios reales y el consumo, y el empeoramiento de las perspectivas en Brasil y Argentina. Las tasas de interés reales a corto plazo siguen siendo bajas, una política monetaria relativamente estrecha y un tipo de cambio que se está apreciando, contribuyó a una baja notable en la inflación, llevándola dentro de la banda objetivo para el banco central en 2017 por primera vez en 7 años.

Tabla 38. Tasa de Crecimiento del PIB, Desempleo, Consumo e IPC en Uruguay durante el periodo 2010-2017.

Uruguay	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gasto de Consumo Final	8,6	6,7	5,1	5,5	2,9	-0,2	0,4	3,6
Gasto de Consumo Final del Gob.Gral.	3,1	3,7	6,0	4,9	2,5	2,2	2,9	-1,3
Gasto de Consumo Final Privado	9,4	7,2	4,9	5,5	3,0	-0,5	0,1	4,4
Producto Interno Bruto (PIB)	7,8	5,2	3,5	4,6	3,2	0,4	1,7	2,7
Desempleo	7,5	6,6	6,7	6,7	6,9	7,8	8,2	8,3
Variación del IPC	6,9	7,4	7,5	8,5	8,3	9,4	8,1	6,6

Fuente: Elaboración Propia, datos CEPAL 2018 - Estimaciones propias con base en fuentes oficiales

### 8.1. Tasa de Crecimiento Real de Ingresos Años 2015, 2016 y 2017 de Grupo Éxito por Segmento Geográfico.

Al revisar la información y realizando un análisis de los datos disponibles en los Estados Financieros con sus respectivas notas, llegamos a la conclusión de que no resulta razonable comparar los ingresos operacionales obtenidos durante el periodo 2015 con los obtenidos en el periodo 2014; debido al importante cambio estructural experimentado por Almacenes Éxito S.A, por lo tanto se ha considerado el cambio de los ingresos producto de las actividades ordinarias y la tasa de crecimiento del Grupo Éxito para los periodos comprendidos entre año 2015 al 2017, excluyendo el primer semestre de 2018 dado que son periodos de tiempo no equivalentes.

El incremento en las ventas ocurridas entre los periodos 2015-2016 de un 6,99% y su disminución en -3,46% en el periodo de 2016-2017 es relevante, lo que hace necesario tener en consideración esta variación para la proyección de la tasa de crecimiento de los ingresos operacionales en Colombia, así mismo el incremento observado en los ingresos de un 91,80% para el periodo 2015-2016 y el crecimiento de un 13,30% en el periodo 2016-2017 para Brasil.

En Argentina el resultado del periodo 2015-2016 es un incremento de los ingresos en un 122,29%, creciendo a solo un 4,45% en el periodo 2016-2017 y por último Uruguay cuyo ingreso operacional tuvo un aumento de un 11,92% en el periodo 2015-2016 disminuyendo su crecimiento a un 8,99% en el periodo 2016-2017.

Según detalle a las notas de los Estados Financieros emitidos para los periodos 2015 al 2018 la participación accionaria en las subsidiarias incluidas en los Estados Financieros Consolidados es constante, es decir, las ventas entre 2017-2016 y 2015, no se explicarían por la adquisición de una parte del Grupo Pan de Azúcar, debido a que esta se realizó en una única transacción ocurrida durante el último trimestre de 2015.

Los Estados Financieros del Grupo Éxito con corte a 31 de diciembre de 2015 incorporarían el proporcional de las ventas efectuadas por Companhia Brasileira de Distribuição ex Grupo Pan de Azúcar desde la ocurrencia de la adquisición mientras que la vigencia 2016 -2017 contendría la participación de las ventas efectuadas por dicho grupo durante todo el año, es decir, no sería comparable.

No debemos perder de vista un hecho importante los problemas de agencia y corrupción ocurridos en diciembre del 2015 en Walmart, siendo el tercer retail más grande Brasil en términos de ventas, que fue afectada con este escándalo ocasionándole un daño reputacional y viéndose en la obligación de cerrar tiendas en Brasil, dada esta situación sin lugar a dudas el grupo CBD ex Pan de Azúcar tuvo una ventaja competitiva permitiéndole consolidarse como el primer retail en Brasil en lo referente a las ventas.

Dado todos estos antecedentes se considerarán los siguientes criterios para determinar las tasas de crecimiento:

Argentina: Se considerarán en la proyección las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativos, información del Fondo Monetario Internacional.

Brasil: Se considerará el cálculo de promedio aritmético utilizando la variación en las ventas del segmento “Food” y las expectativas de inflación y tasas decrecimiento del PIB para Brasil elaboradas por el Fondo Monetario Internacional.

Colombia: Se considerarán las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativos, elaboradas por Fondo Monetario Internacional.

Uruguay: Se considerarán las expectativas de crecimiento del PIB, en términos relativos, elaboradas por Fondo Monetario Internacional.

Tabla 39. Ingresos por Actividades Ordinarias por Zona Geográfica.

Segmento Geográfico	Segmento Operativo	*01 de enero al 30 junio 2018		01 de enero al 31 de diciembre 2017			01 de enero al 31 de diciembre 2016			01 de enero al 31 de diciembre 2015	
		MM\$ COL	% Part	MM\$ COL	% Part	% Var	MM\$ COL	% Part	% Var	MM\$ COL	% Part
Colombia	Éxito	3.481.553	13,33	7.282.532	13,11	-2,80	7.491.940	14,73	7,35	6.979.065	29,57
	Carulla	730.472	2,80	1.504.340	2,71	-4,19	1.570.180	3,09	5,15	1.493.215	6,33
	Surtimax-Super Inter	685.365	2,62	1.514.281	2,73	-8,08	1.647.400	3,24	4,93	1.570.030	6,65
	B2B	210.539	0,81	322.252	0,58	9,32	294.775	0,58	21,36	242.889	1,03
Brasil	Food	19.124.624	73,23	40.975.960	73,76	13,30	36.167.253	71,09	241,33	10.595.904	79,91
	Non Food	-	-	-	-	-	-	-	-	4.795.995	-
	E-Commerce	-	-	-	-	-	-	-	-	3.465.273	-
Argentina		596.629	2,28	1.383.591	2,49	4,45	1.324.595	2,60	122,29	595.882	2,53
Uruguay		1.290.126	4,94	2.589.761	4,66	8,99	2.376.064	4,67	11,92	2.122.911	9,00
Total Ingresos por Act. Ord.		26.117.317	100	55.556.241	100	9,21	50.872.207	100	59,9	31.797.479	100

Fuente: Elaboración Propia, información ingresos por actividades ordinaria por país.

Tabla 40: Ingresos por Actividades Ordinarias desde 2015 a 2107.

EERR MM\$ Colombianos	Resumen EERR Consolidado			Almacenes Éxito.					
	Dic de 2017	% Part	% Var	Dic de 2016	% Part	% Var	Dic de 2015	% Part	% Var
Ventas de Bienes	55.556.241	98,4	9,22	50.872.207	98,57	115,5	31.797.479	98,1	132,3
Ingresos por Servicios	830.842	1,47	38,31	600.699	1,16	-	-	-	-
Otros Ingresos Ordinarios	55.720	0,10	-59,71	138.299	0,27	-69,07	1.604.732	1,86	35,87
<b>Total Ingresos de Actividades Ordinarias</b>	<b>56.442.803</b>	<b>100</b>	<b>9,37</b>	<b>51.606.955</b>	<b>100</b>	<b>114,6</b>	<b>33.402.211</b>	<b>100</b>	<b>129,3</b>

Fuente: Elaboración Propia, información EEFF.

## 9. Análisis de Costos de Operación.

Según el análisis a los Estados Financieros Consolidados y sus respectivas notas podemos señalar que según las políticas de esta sociedad los costos de operaciones se clasifican en gastos de distribución y gastos de administración y venta, estos gastos incluyen todas las erogaciones directas incurridas y necesarias para la prestación de los servicios, tales como depreciaciones de propiedades plantas y equipos, servicios de personal, contratos de prestación de servicios, reparaciones y mantenimientos, costos de operación, seguros, honorarios, arrendamientos, entre otros.

Según se muestra en detalles en los Estados Financieros Consolidados, nota N° 29 con fecha del 31 de junio del 2018, Grupo Éxito clasifica los gastos de los periodos fiscales 2015-2016-2017 y primer semestre del 2018.

En las tablas N°41 se muestra el detalle de los costos operacionales de Almacenes Éxito, considerando cada uno de sus componentes, obteniendo el porcentaje que representa el costo de venta, los Gastos de administración y venta y gastos de distribución sobre el total de ingresos por actividades ordinarias.

Se puede observar en tabla de acuerdo a los cálculos realizados que el costo de venta representan un 75% de los ingresos por actividades ordinarias durante los periodos 2014 a junio 2018.

Tabla 41: Porcentaje del Costo de Venta sobre Ingresos de Actividades Ordinarias.

Detalles Costos de Ventas	2014 MM\$ Col.	2015 MM\$ Col.	2016 MM\$ Col.	2017 MM\$ Col.
Costo de la Mercancía Vendida sin Deterioro de Valor	7.855.400	25.078.179	39.073.375	42.428.874
Pérdida por Deterioro Reconocida Durante el Período		118.122	7.761	
Reversión de Perdida por Deterioro Reconocida Durante el Período <sup>(1)</sup>		-48.525	-3.696	-16.694
<b>Costo de Venta Total</b>	<b>7.855.400</b>	<b>25.147.776</b>	<b>39.077.440</b>	<b>42.412.180</b>
<b>Ingresos por Actividades Ordinarias</b>	<b>10.484.822</b>	<b>33.402.211</b>	<b>51.606.955</b>	<b>56.442.803</b>
<b>% Ingresos Act. Ordinarias sobre Costo de Venta</b>	<b>74,9</b>	<b>75,3</b>	<b>75,7</b>	<b>75,1</b>

<sup>1</sup> Compensaciones de mermas efectivas del período y optimización de espacios de almacenamientos de mercancía en el centro de distribución. Fuente: Elaboración Propia, información EEFF.

### 9.1. Estimación del Porcentaje de Gastos de Administración y Venta con respecto a los Ingresos por Actividades Ordinarias.

Según detalle en tabla referente a los ingresos por actividades ordinarias, se concluye que los gastos de administración y ventas representan cerca del 1,3 % de estos, siendo los gastos de servicios, depreciación, honorarios, personal externo y otros, los más representativos.

Tabla 42 Porcentaje de Los Gastos de Administración respecto a los Ingresos por Actividades Ordinarias.

Gastos de Administración	Dic.2017 MM\$ Col.	Dic.2016 MM\$ Col.	% Var	Dic.2016 MM\$ Col.	Dic.2015 MM\$ Col.	% Var
Total Ingresos de Actividades Ordinarias.	56.442.803	51.606.955	9,37	51.606.955	33.402.211	54,50
Gastos de Administración	695.703	615.088	13,11	615.088	517.471	18,86
% de Gastos Sobre Ingresos	1,23	1,19	-	1,19	1,54	-

Fuente: Elaboración Propia, información EEFF.



Tabla 43: Detalle de los Gastos de Administración y Ventas.

Notas Estados Financieros Consolidados	01 de enero al 31 Junio 2018			01 de enero al 31 diciembre 2017			01 de enero al 31 diciembre 2016			01 de enero al 31 diciembre 2015			01 de ene al 31 dic 2014	
Gastos de Administración y Venta	MM \$ COL	% Part	%Var	MM \$ COL	% Part	%Var	MM \$ COL	% Part	%Var	MM \$ COL	% Part	%Var	MM \$ COL	% Part
Servicios	41.592	10,98	-42,90	72.836	10,47	147,75	29.399	4,78	-25,59	39.510	12,75	257,98	11.037	5,55
Depreciación y amortización	97.030	25,61	-52,94	206.165	29,63	21,30	169.957	27,63	96,59	86.454	27,90	372,84	18.284	9,20
Honorarios	61.507	16,23	-53,65	132.694	19,07	-3,03	136.838	22,25	144,22	56.030	18,08	143,94	22.969	11,55
Impuestos distintos al impuesto de renta	38.331	10,12	-20,63	48.295	6,94	16,85	41.329	6,72	39,59	29.608	9,55		0	0,00
Gastos de viaje	9.083	2,40	-57,52	21.384	3,07	18,77	18.005	2,93	93,00	9.329	3,01	65,97	5.621	2,83
Reparación y mantenimiento	14.220	3,75	-51,60	29.382	4,22	12,14	26.201	4,26	204,63	8.601	2,78		0	0,00
Seguros	3.091	0,82	-41,29	5.265	0,76	17,68	4.474	0,73	51,46	2.954	0,95	-81,18	15.698	7,90
Combustibles y energía	4.985	1,32	-52,53	10.501	1,51	47,32	7.128	1,16	180,63	2.540	0,82		0	0,00
Transporte	1.222	0,32	-64,78	3.470	0,50	-14,09	4.039	0,66	25,05	3.230	1,04		0	0,00
Contribuciones y afiliaciones	1.294	0,34	-56,00	2.941	0,42	22,03	2.410	0,39	32,93	1.813	0,59	112,30	854	0,43
Arrendamientos	8.545	2,26	55,36	5.500	0,79	175,97	1.993	0,32	-38,09	3.219	1,04		0	0,00
Gastos legales	2.529	0,67	-56,54	5.819	0,84	20682,14	28	0,00	-99,47	5.255	1,70	85,04	2.840	1,43
Publicidad	194	0,05	-45,96	359	0,05	-46,34	669	0,11	310,43	163	0,05		0	0,00
Otros	41.607	10,98	-19,57	51.733	7,44	171,95	19.023	3,09	-68,90	61.165	19,74	2,74	59.535	29,94
Personal externo	49.699	13,12	-48,26	96.053	13,81	-34,89	147.519	23,98		0	0,00		0	0,00
Gasto por deterioro de deudores	2.709	0,71	19,13	2.274	0,33	-60,14	5.705	0,93		0	0,00		0	0,00
administracion de locales	1.132	0,30	47,01	770	0,11		0	0,00		0	0,00	-100,00	10	0,01
Impuestos distintos al impuesto de renta	125	0,03	-52,29	262	0,04	-29,38	371	0,06		0	0,00		0	0,00
Arrendamientos	0	0,00		0	0,00		0	0,00		0	0,00	-100,00	3.328	1,67
Impuestos	0	0,00		0	0,00		0	0,00		0	0,00	-100,00	54.676	27,50
Mantenición y reparación	0	0,00		0	0,00		0	0,00		0	0,00	-100,00	3.813	1,92
Material de empaque y marcada	0	0,00		0	0,00		0	0,00		0	0,00	-100,00	164	0,08
Comisiones tarjeta débito y crédito	0	0,00		0	0,00		0	0,00		0	0,00		0	0,00
<b>TOTAL GASTOS DE ADMINISTRACION</b>	<b>378.895</b>	<b>100</b>	<b>-45,54</b>	<b>695.703</b>	<b>100</b>	<b>13,11</b>	<b>615.088</b>	<b>100</b>	<b>98,50</b>	<b>309.871</b>	<b>100</b>	<b>55,85</b>	<b>198.829</b>	<b>100</b>

Fuente: Elaboración Propia, información EEFF.

## 9.2. Estimación de Gastos de Distribución respecto a los Ingresos por Actividades.

Según detalle en tabla referente a los ingresos por actividades ordinarios se concluye que los gastos de distribución representan cerca del 10% de este, siendo los gastos de arrendamiento, depreciación, publicidad y combustibles y energías los más representativos.

Tabla 44. Porcentaje de Los Gastos de Distribución respecto a los Ingresos por Actividades Ordinarias.

Gastos de Distribución	Dic. 2017	Dic. 2016	% Var	Dic. 2016	Dic. 2015	% Var
Total Ingresos de Actividades Ordinarias	56.442.803	51.606.955	9,37	51.606.955	33.402.211	54,50
Gastos de Distribución	5.675.867	5.254.835	8,01	5.254.835	3.309.466	58,70
% de Gastos Sobre Ingresos	10,06	10,18		10,18	9,91	

Fuente: Elaboración Propia, información EEFF.

### 9.3. Porcentaje de Participación Relativa EERR Consolidado, Costos de Venta y Gastos Operacionales Respecto a los Ingresos por Actividades Ordinarias.

Se analiza la información a los Estados Financieros y en sus notas, se calculó el porcentaje de participación de los costos de ventas, gastos operacionales y no operacionales respecto del total de ingresos ordinarios obtenidos en cada período desde 2014 a junio 2018.

La participación es constante de los principales rubros del Estado de Resultados; es decir, del costo de ventas (75%), costos de distribución (10%), gastos por beneficios a empleados (9%) y gastos de administración” (1%) constituyendo cerca del 95% del total de ingresos ordinarios.

Tabla 45: Estado de Resultado Porcentual.

EERR Porcentual Operaciones Continuas	2014	2015	2016	2017	Jun-18	Promedio
Ingreso de Actividades Ordinarias	100	100	100	100	100	100,00
Costo de Ventas	-74,92	-75,29	-75,72	-75,14	-74,86	-75,19
Ganancia Bruta	25,08	24,71	24,28	24,86	25,14	24,81
Gastos de Distribución	-10	-10	-10	-10	-10	-10,01
Gastos de Administración y Venta	-1,90	-1,55	-1,19	-1,23	-1,42	-1,46
Gastos por Beneficios a Empleados	-8	-9	-9	-9	-9	-8,63
Otro Ingresos Operativos	0,13	0,13	0,06	0,20	0,04	0,11
Otros Gastos Operativos	0	-1	-1	-1	0	-0,53
Otras Ganancias, Netas	0,01	0,16	-0,10	-0,49	-0,20	-0,12
Ganancias por Act. de Operación	5,77	4,06	3,06	3,78	4,19	4,17
Ingresos Financieros	2,02	3,66	0,93	0,74	0,65	1,60
Gastos Financieros	-1,48	-4,87	-3,38	-2,73	-2,32	-2,96
Participación en las Ganancias Asociadas y Negocios Conjuntos (método de participación)	0,29	0,05	0,12	-0,06	-0,08	0,06
Ganancia Antes del Impuesto a las Ganancias Oper. Continuas.	6,60	2,91	0,74	1,73	2,44	2,88

Fuente: Elaboración Propia, información EEFF.

## 10. Análisis de Cuentas No Operacionales.

Al revisar los Estados Financieros Consolidados con sus respectivas notas, logramos identificar la existencia de cuentas (contables) de carácter no recurrentes, dentro de ellas podemos señalar, por ejemplo:

- Indemnización por siniestros.
- Recuperación de gastos de otras provisiones.

Las anteriores cuentas, aunque se consideran como no recurrentes, son parte de los ingresos operativos de Almacenes Éxito, es decir, una vez realizado el análisis podemos concluir que no existen cuentas no operacionales de carácter recurrente para el periodo comprendido entre el año 2014 hasta junio de 2018.

### 10.1. Análisis de Cuentas de Activos.

A continuación, se presentará el detalle y análisis de las cuentas de activos del Grupo Éxito, información obtenida desde los Estados Financieros, se procederá a realizar su clasificación en: Activos Operativos y No Operativos a junio del 2018.

El activo “inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación” que posee Almacenes Éxito es clasificado como un activo no operacional debido a que incluye las participaciones en empresas asociadas y/o en un negocio conjunto.

Tabla 46: Clasificación de Activos.

Estados Financieros consolidados Activos a Junio 2018	Operativos	No Oper.
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	✓	
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	✓	
Gastos Pagados por Anticipado	✓	
Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas y Asociadas Corrientes	✓	
Inventarios Corrientes	✓	
Activos por Impuestos Corrientes	✓	
Otros Activos Financieros Corrientes	✓	

Otros Activos No Financieros Corrientes	✓	
Activos No Corrientes Mantenedos para la Venta o como Mantenedos para Distribuir a los Propietarios	✓	
Propiedades, Planta y Equipo	✓	
Propiedad de Inversión	✓	
Plusvalía	✓	
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	✓	
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación		✓
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar No Corrientes	✓	
Gastos Pagados por Anticipado	✓	
Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas y Asociadas No Corrientes	✓	
Activos por Impuestos Diferidos	✓	
Activos por Impuesto	✓	
Otros Activos Financieros No Corrientes	✓	
Otros Activos No Financieros No Corrientes	✓	

Fuente: Elaboración Propia, información EEFF.

## 11. Proyección del Estado de Resultados de Acuerdo al Análisis Macroeconómico.

Para realizar la proyección de los ingresos por actividades ordinarias de Grupo Éxito, se efectúa un análisis macroeconómico, proyección de crecimiento del sector industrial, riesgos asociados, perspectivas económicas para los próximos cinco años, es decir, se utiliza la información del porcentaje de crecimiento proyectado del PIB real de cada país donde Grupo Éxito tiene operaciones, se detallada en la siguiente tabla.

Tabla 47 Porcentaje de Crecimiento del PIB Real por País.

Proyección de los Ingresos por Actividades Ordinarias de Almacenes Éxito en Porcentaje	2018	2019	2020	2021	2022
Brasil	2,3	2,5	2,2	2,2	2,2
Colombia	2,7	3,3	3,6	3,6	3,6
Uruguay	3,4	3,1	3,0	2,9	3,0
Argentina	2,0	3,2	3,1	3,2	3,3

Fuente: Elaboración Propia, proyección según PIB

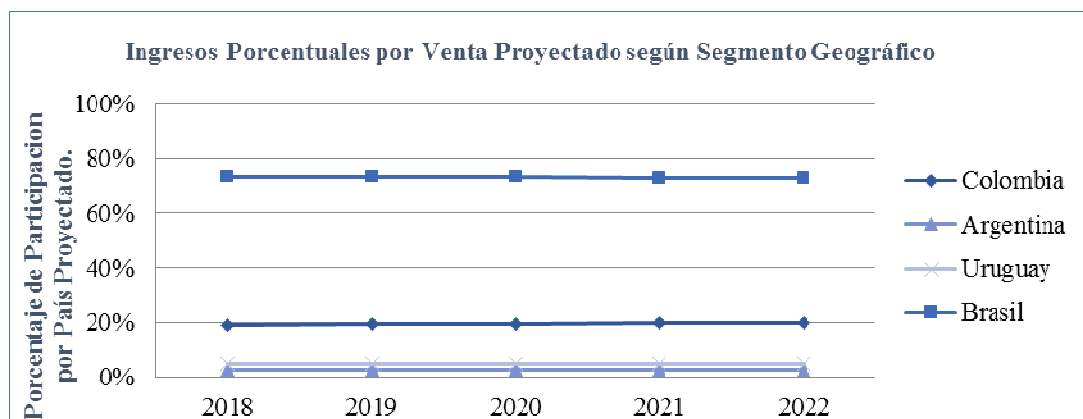
Tabla 48. Ingresos por País y Segmento de Participación de Acuerdo al Crecimiento del PIB.

Periodos	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.	2023 Proy.
Total Ingresos por Act.Ordinar. MM\$Col.	57.987.507	59.554.381	61.061.029	62.606.076	64.196.683	64.196.683
Venta de Bienes	56.883.135	58.422.400	59.904.145	61.423.740	62.988.336	62.988.336
Ingresos por Servicios	1.004.528	1.029.641	1.052.294	1.075.444	1.099.104	1.099.104
Otros Ingresos Ordinarios	99.843	102.339	104.591	106.892	109.243	109.243
<b>Colombia</b>	<b>11.140.649</b>	<b>11.508.290</b>	<b>11.922.588</b>	<b>12.351.802</b>	<b>12.796.466</b>	<b>12.796.466</b>
Éxito	7.593.441	7.844.025	8.126.410	8.418.960	8.722.043	8.722.043
Carulla	1.593.196	1.645.771	1.705.019	1.766.400	1.829.990	1.829.990
Surtimax-Super Inder	1.494.815	1.544.144	1.599.733	1.657.324	1.716.987	1.716.987
B2B	459.196	474.350	491.426	509.117	527.446	527.446
<b>Brasil</b>	<b>41.623.788</b>	<b>42.664.383</b>	<b>43.602.999</b>	<b>44.562.265</b>	<b>45.542.635</b>	<b>45.542.635</b>
Food	41.623.788	42.664.383	43.602.999	44.562.265	45.542.635	45.542.635
Non Food	-	-	-	-	-	-
E-Commerce	-	-	-	-	-	-
<b>Argentina</b>	<b>1.296.475</b>	<b>1.337.962</b>	<b>1.379.439</b>	<b>1.423.581</b>	<b>1.470.559</b>	<b>1.470.559</b>
	1.296.475	1.337.962	1.379.439	1.423.581	1.470.559	1.470.559
<b>Uruguay</b>	<b>2.824.215</b>	<b>2.911.765</b>	<b>2.999.118</b>	<b>3.086.093</b>	<b>3.178.676</b>	<b>3.178.676</b>

Fuente: Elaboración Propia, proyección según PIB.

En el siguiente grafico podemos observar la distribución porcentual del ingreso por actividades ordinarias referido a cada año de proyección, se observa de forma clara que las principales ventas se presentan en Brasil con más del 70%, seguido por Colombia un 20%.

Tabla 49 : Distribución de los Ingresos por Actividades Ordinarias Proyectadas por País.



Fu

ente: Elaboración Propia.

A continuación, se presentará resumen de los ingresos proyectados provenientes solo de la venta de bienes, según segmento geográfico y porcentaje de participación.

Tablas 50. Ingresos Proyectados por País referente solo a la Venta de Bienes.

Ingresos por Venta de Bienes MM\$ Colombianos.					
Seg. Geográfico	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.
Colombia	11.140.649	11.508.290	11.922.588	12.351.802	12.796.466
Brasil	41.623.788	42.664.383	43.602.999	44.562.265	45.542.635
Argentina	1.296.475	1.337.962	1.379.439	1.423.581	1.470.559
Uruguay	2.824.215	2.911.765	2.999.118	3.086.093	3.178.676
<b>Total</b>	<b>56.883.135</b>	<b>58.422.400</b>	<b>59.904.145</b>	<b>61.423.740</b>	<b>62.988.336</b>

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 51. Ingresos Proyectados Porcentuales por País referente solo a la Venta de Bienes.

Ingresos por Venta de Bienes Porcentual.					
Seg. Geográfico	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.
Colombia	19,59%	19,70%	19,90%	20,11%	20,32%
Brasil	73,17%	73,03%	72,79%	72,55%	72,30%
Argentina	2,28%	2,29%	2,30%	2,32%	2,33%
Uruguay	4,96%	4,98%	5,01%	5,02%	5,05%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración Propia.

## 12. Proyección de Costos de Operación.

A continuación, se detallará la proyección de los costos de ventas, según se observa en la tabla la proyección comprende hasta el año 2022, este costo representa en promedio el 75,19% de los ingresos provenientes de las actividades ordinarias de Grupo Éxito, este promedio se obtuvo analizando los Estados Financieros y proyectando de acuerdo a la perspectiva de crecimiento.

Tabla 52: Proyección Costos de Ventas.

Proyección de EERR MM \$ Colombianos.	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.	Porcentaje
Ingreso de Actividades Ordinarias	57.987.507	59.554.381	61.061.029	62.606.076	64.196.683	100%
Costo de Ventas	43.600.806	44.778.939	45.911.788	47.073.509	48.269.486	75,19%

Fuente: Elaboración Propia.

En referencia a los gastos de distribución estos han representado en promedio un 10,01% de los ingresos por actividades ordinarias, mientras que los gastos de administración y ventas han representado el 1,46 % de los ingresos, se debe señalar que estos promedios son obtenidos de la información histórica de los Estados Financieros.

Tabla 53. Proyección Gastos de Administración y Distribución.

Proyección de EERR MM \$ Col	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.	Porcentaje
Ganancia Bruta	14.386.700	14.775.442	15.149.241	15.532.567	15.927.197	25%
Gastos de Distribución	5.804.549	5.961.394	6.112.209	6.266.868	6.426.088	10,01%
Gastos Administ. y Venta	846.618	869.494	891.491	914.049	937.272	1,46%

Fuente: Elaboración Propia.

En la sección de análisis de las cuentas no operacionales hemos indicado que no existen cuentas no operacionales de carácter recurrente en la empresa. Al estudiar las notas a los Estados Financiero Consolidados, podemos identificar que existen cuentas de carácter no recurrentes, dentro de las cuales podemos nombrar la indemnización por siniestros y recuperación de gastos de otras provisiones.

Debemos señalar que en nuestra proyección se mantienen constantes desde el año 2017, las cuentas no operacionales, ingresos financieros y la participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos, siendo estos contabilizados a través del método de la participación, los gastos financieros asociados al Grupo Éxito, crecen a una tasa del 3% en promedio.

### 13. Proyección del Estado de Resultados.

En base a la información de los Estados Financieros de Grupo Éxito y las perspectivas de crecimiento, se realizó proyección del Estado de Resultados para los periodos comprendidos entre el año 2018 hasta el 2022.

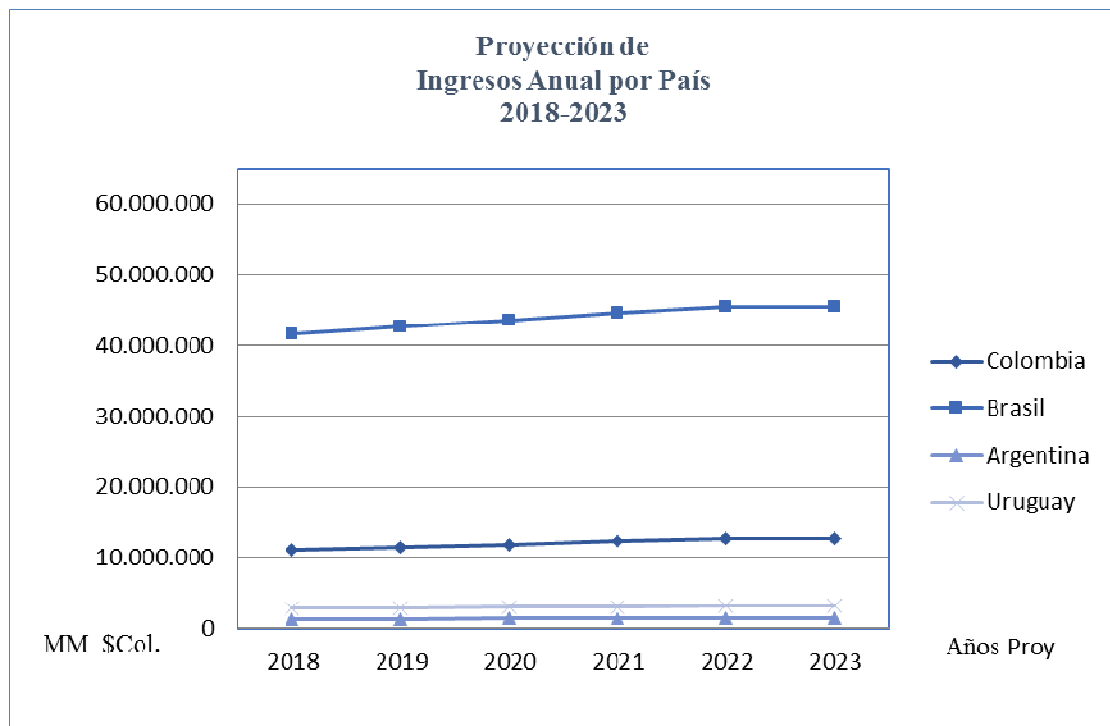
Tabla 54. Proyección Estado de Resultados.

Proyección de EERR MM \$Colombianos	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.	% Part.
Ingreso de Actividades Ordinarias	57.987.507	59.554.381	61.061.029	62.606.076	64.196.683	100%
Costo de Ventas	43.600.806	44.778.939	45.911.788	47.073.509	48.269.486	75,19%
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>14.386.700</b>	<b>14.775.442</b>	<b>15.149.241</b>	<b>15.532.567</b>	<b>15.927.197</b>	<b>25%</b>
Gastos de Distribución	-5.804.549	-5.961.394	-6.112.209	-6.266.868	-6.426.088	10,0%
Gastos de Administración y Venta	-846.618	-869.494	-891.491	-914.049	-937.272	1,46%
Gastos por Beneficios a Empleados	-5.004.322	-5.139.543	-5.269.567	-5.402.904	-5.540.174	8,6%
Otro Ingresos Operativos	63.786	65.510	67.167	68.867	70.616	0,1%
Otros Gastos Operativos	-307.334	-315.638	-323.623	-331.812	-340.242	0,5%
Otras Ganancias o Pérdidas Netas	-69.585	-71.465	-73.273	-75.127	-77.036	0,1%
<b>Ganancias por Actividades de Operación</b>	<b>2.418.079</b>	<b>2.483.418</b>	<b>2.546.245</b>	<b>2.610.673</b>	<b>2.677.002</b>	<b>4%</b>
Ingresos Financieros	420.035	420.035	420.035	420.035	420.035	Se mantiene constante
Gastos Financieros	-1.704.833	-1.750.899	-1.795.194	-1.840.619	-1.887.382	3%
Participación en las Ganancias Asociadas y Negocios Conjuntos que se contabilizan utilizando el Método de la Participación	-36.037	-36.037	-36.037	-36.037	-36.037	Se mantiene constante
<b>Ganancia antes del Impuesto a las Ganancias por Operaciones Continuas</b>	<b>1.097.244</b>	<b>1.116.517</b>	<b>1.135.049</b>	<b>1.154.053</b>	<b>1.173.617</b>	<b>2,88%</b>
Gastos por Impuestos	-374.928	-381.514	-387.846	-394.340	-401.025	34,17%
<b>Ganancia Neta Ejercicio por Oper. Continuas</b>	<b>722.316</b>	<b>735.003</b>	<b>747.203</b>	<b>759.713</b>	<b>772.592</b>	

Fuente: Elaboración Propia.



Grafico N°1 Ingresos Actividades Ordinarias Proyectados por País.



Fuente: Elaboración Propia.

A continuación, se detallarán los Ítems considerados en la proyección al Estado de Resultado Proyectado desde 2018 al 2022.

- Ingresos por Actividades Ordinarias: Su cálculo fue efectuado de acuerdo a su segmento geográfico, es decir, países donde Grupo Éxito desempeña su negocio, la proyección se fundamenta en la información Macroeconómica considerada en esta valoración, para calcular el crecimiento de los ingresos se ha utilizado como base el Crecimiento Real del PIB en cada país, para los años comprendidos entre el 2018 al 2022.
- Costo de Venta: Su cálculo fue efectuado en base al promedio histórico de los costos analizados en los Estados Financieros en el periodo 2014-2017, este representa un 75,19% de los Ingresos por Actividades Ordinarias.
- Gastos de Administración y Ventas, Gastos de Distribución: Su cálculo fue efectuado en base al promedio histórico de los gastos incurridos y analizados en los Estados Financieros para

los periodos 2014-2017. Estos representan un 1,46% y un 10,1% respectivamente de los ingresos por actividades ordinarias.

- **Gastos por Beneficios a Empleados:** Su cálculo fue efectuado en base al promedio histórico de los gastos incurridos y analizados en los Estados Financieros para los periodos 2014-2017. Estos representan un 8,63% de los Ingresos por Actividades Ordinarias.
- **Otros Ingresos, Gastos Operativos, Otras Ganancias o Pérdidas Netas:** Su cálculo fue efectuado en base al promedio histórico de los gastos incurridos y analizados en los Estados Financieros para los periodos 2014-2017. Estos representan un 0,53% para el ítem otros Gastos Operativos y un 0,12% para el ítem Ganancia o Pérdida Neta.
- **Ingresos Financieros y Participación en las Ganancias Asociadas Mediante Método de Participación:** Se mantuvieron constantes en la proyección respecto al valor observado en el año 2017, dado que serían ítems no operacionales por lo tanto no dependen del desempeño de la empresa referente a su negocio principal.
- **Gastos por Impuestos:** La tasa impositiva de largo es usada en la proyección 2018-2022 cuyo cálculo correspondiente a un 34,17%.

#### **14. Proyección del Flujo de Caja Libre (FCF).**

El método de valoración a través del Flujo de Caja Descontado debe considerar realizar la corrección de ciertas cuentas que no significan flujo de caja, es decir, no implican una entrada o salida de efectivo en el Estado de Resultado, ni hacen parte del resultado operacional. Se debe tener en cuenta que este método considera las cuentas permanentes en el tiempo sujetas al proceso de tributación.

Se definirá a continuación cada una de las cuentas o ítems del Flujo de Caja Libre.

- **Depreciación de Activo Fijo:** Dato proveniente de las notas a los EEFF del Grupo Éxito, desde las cuentas de activo; propiedades, planta y equipo.

- Amortización de Activos Intangibles: Se obtiene desde el Estado de Flujos de Efectivo el valor de los “gastos de depreciación y amortización de activos fijos e intangible y se calcula su diferencia con el gasto de depreciación de activo fijo indicado anteriormente.
- Otros Ingresos por Función (Después de Impuestos): Información disponible en el Estado de Resultado, cuya glosa corresponde a otros ingresos operativos.
- Otros Gastos por Función (Después de Impuestos): Información disponible en el Estado de Resultado, cuya glosa corresponde otros gastos operativos.
- Otras Ganancias (Pérdidas) (Después de Impuestos): Información disponible en el Estado de Resultado, cuya glosa corresponde otra ganancia (perdidas) netas.
- Ingresos Financieros (Después de Impuestos): Información disponible en el Estado de Resultado, cuya glosa corresponde a ingresos financieros.
- Costos Financieros (Después de Impuestos): Información disponible en el Estado de Resultado, cuya glosa corresponde a costos financieros.
- Participación en Las Ganancias (Pérdidas) Asociadas y Negocios Conjuntos que se Contabilicen Utilizando el Método de la Participación (Después de Impuestos): Información disponible en el Estado de Resultado, cuya glosa es participación en las ganancias (pérdidas) asociadas y negocios conjuntos.
- Diferencias de Cambio: Para nuestra proyección el valor utilizado corresponde a \$0, debido a que el Grupo Éxito incluye este ítem dentro del el rubro ingresos financieros y costos financieros dentro del Estado de Resultado, información disponible en las notas a los Estados Financieros.

Tabla 55: Flujo de Caja Bruto Proyectado 2018 a 2022.

Ajustes al Estado De Resultado MM \$ Colombianos.	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.	2023 Proy.
Ganancia o Perdida	722.316	735.003	747.203	759.713	772.592	772.592
<b>AJUSTES</b>						
(+) Depreciación de Activo Fijo	1.344.923	1.381.264	1.416.208	1.452.043	1.488.934	1.488.934
(+) Amortización de Activo Intangible.	-	-	-	-	-	-
(-) Otros Ingresos por Función (Operativos) Después de Impuesto.	-63.786	-65.510	-67.167	-68.867	-70.616	-70.616
(+) Otros Gastos por Función (operativos) Después de Impuestos.	307.334	315.638	323.623	331.812	340.242	340.242
(-) Otras Ganancias o Pérdidas por Deterioro de Valor Después de Impuesto	-69.585	-71.465	-73.273	-75.127	-77.036	-77.036
(-) Ingresos Financieros Después de Impuestos.	-420.035	-420.035	-420.035	-420.035	-420.035	-420.035
(+) Costos Financieros Después de Impuesto	1.704.833	1.750.899	1.795.194	1.840.619	1.887.382	1.887.382
(-) Participación de las Ganancias o Pérdidas Asociadas y Negocio que se Contabilizan Utilizando el Método de Participación	-36.037	-36.037	-36.037	-36.037	-36.037	-36.037
(+/-) Diferencia de Cambio	0	0	0	0	0	0
(+/-) Resultado por Unidad de Reajuste	0	0	0	0	0	0
(=) Flujo de Caja Bruto	3.489.962	3.589.757	3.685.716	3.784.120	3.885.427	3.885.427

Fuente: Elaboración Propia.

El valor de Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles se ajusta con el valor de depreciación y amortización al 30 de junio de 2018, constante para todos los años de proyección.

Para la depreciación se incluyen los datos ingresados en las notas a los Estados Financieros del grupo Éxito; ítem “Propiedad, Planta y Equipo”, siendo esta la Depreciación de Activo Fijo.

Lo referente a la Amortización de Activos Intangibles se calcula mediante la diferencia entre los valores de los ítems gastos de depreciación y amortización de activos fijos e intangibles, cuyos

datos provienen del Estado de Flujo de Efectivo, con el gasto de depreciación de los activos fijos antes indicados.

#### **14.1. Inversión en Reposición.**

Teniendo en cuenta que la inversión de reposición es aquella destinada a reponer los activos actuales sin que aumente la capacidad ni las inversiones para nuevos productos o nueva tecnología, considerando además que para Grupo Éxito no se encuentra disponible información suficiente del CAPEX; dados estos antecedentes se procedió a realizar el cálculo en forma separada de la inversión en reposición y la inversión en activo fijo.

El cálculo de inversión en reposición considera la participación de los gastos de depreciación respecto de los “Ingresos de Actividades Ordinarias”, según información en tabla se concluye que las inversiones en reposición para los años 2014 al 2017, fluctúa entre 0,83% y 3,95% del total de los ingresos por actividades ordinarias promediando un 2,32% en dicho periodo, no se consideró el primer semestre del 2018 dado que corresponde a una periodicidad distinta.

La información referente al gasto por depreciación, se obtiene de las notas a los Estados Financieros disponibles, cuya glosa corresponde a “Propiedades Plantas y Equipos” (PPE); siendo estos relativos al Gastos / Costo por Depreciación, lo anterior considerando que el valor reflejado proviene de los ítems depreciación y amortización, correspondientes a los “Costos de Distribución” y “Gastos de Administración” y el ítem “Gastos Depreciación y Amortización de Activos Fijos e Intangibles” del Estado de Flujo de Efectivo.

Se procedió además a realizar el cálculo de la participación del ítem “Compra de Propiedades Planta y Equipo” proveniente del Estado de Flujo de Efectivo respecto a la depreciación del ejercicio, este porcentaje de participación fluctúa entre un 23,97% a 140,03%; posteriormente se determinó como inversión en reposición el 100% de la depreciación del ejercicio desde el periodo 2018 al 2022.

Tabla 56: Calculo Inversión en Reposición Histórico y Proyectado.

Inversión en Reposición	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018	Promedio
<b>Datos Históricos</b>						
Ingresos por Act. Ord.	10.484.822	33.402.211	51.606.955	56.442.803	26.624.378	
Gastos / Costos de Depreciación (Notas EEFF PPE).	414.353	939.921	892.449	441.455	220.728	2,32
Porcentaje de Gastos de Depreciación sobre Ingresos por Actividades Ordinarias	3,95	2,81	1,73	0,78	0,83	
<b>Proyección</b>						
Compra de Propiedades Planta y Equipo	295.902	1.054.194	1.754.217	1.841.553	616.479	
Gastos / Costos de Depreciación (Notas EEFF PPE)	414.353	939.921	892.449	441.455	220.728	
Inversión /Depreciación	140,03	89,16	50,87	23,97	35,80	
	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.	2023 Proy.
Inversión en Reposición 2,32% del Ingreso por Actividades Ordinarias Proyectadas	1.344.923	1.381.264	1.416.208	1.452.043	1.488.934	1.488.934
Inversión en Reposición es 100 % la Depreciación.	100	100	100	100	100	100

Fuente: Elaboración Propia Proyección.

#### 14.2. Estimación de Nuevas Inversiones en base al CAPEX de la Empresa.

El Grupo Éxito prevé que las nuevas inversiones estarán destinadas a la adquisición de nuevos activos fijos, cuya finalidad recae principalmente en aumentar la capacidad de las instalaciones actuales, creación y lanzamientos de nuevos productos e inversión en nueva tecnología.

Realizada la revisión a las notas a los Estados Financieros, nos permite concluir que no se dispone de información histórica de las inversiones en CAPEX realizadas hasta la fecha ni proyecciones de lo que se realizará en un futuro por parte de este conglomerado, no teniendo esta información disponible se procede a realizar el cálculo del porcentaje de participaciones del ítem o rubro propiedades plantas y equipo neto para estimar las nuevas inversiones en activo fijo, considerando el cambio de la situación financiera respecto de los ingresos por actividades ordinarias proveniente del Estado de Resultado, posteriormente con los resultados obtenidos se realiza el cálculo de un promedio aritmético para los años 2014-2017, siendo este un 27,98% dejando fuera el primer semestre del 2018 por ser una periodicidad distinta, este promedio se consideró para calcular el activo fijo proyectado desde el periodo 2018 hasta el 2022,

posteriormente se realiza cálculo de la diferencia entre los periodos dándonos como resultado la inversión en activo fijo proyectada.

Tabla 57. Porcentaje de Participación de PPE sobre Ingresos por Actividades.

Inversión en Activo Fijo Proyectado Datos Históricos	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018	Promedio
Ingresos por Actividades Ordinarias	10.484.822	33.402.211	51.606.955	56.442.803	26.624.378	27,98
Propiedad Planta y Equipos, Neto	3.005.793	12.469.894	12.256.656	12.505.418	10.745.629	
% Participación	28,67	37,33	23,75	22,16	40,36	

Fuente: Elaboración Propia Proyección.

Tabla 58. Inversión en Activo Fijo Proyectado.

Proyección	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.	2023 Proy.
Ingresos proyectados MM\$ Col.	57.987.507	59.554.381	61.061.029	62.606.076	64.196.683	64.196.683
Activo Fijo Proyectado MM\$ Col.	16.222.947	16.661.306	17.082.815	17.515.067	17.960.066	17.960.066
Inversión en activo fijo proyectada MM\$ Col.	432.156	438.359	421.509	432.252	444.998	0

Fuente: Elaboración Propia. Act. Fijo Proyectado.

### 14.3. Estimación de la Inversión en Capital de Trabajo (CTON).

El Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON) es producto de la diferencia entre los activos corrientes netos y los pasivos corrientes netos, es decir, es la diferencia entre los activos corrientes que no devengan intereses y de los pasivos corrientes que no generan intereses.

Los activos corrientes netos considerados en el cálculo de CTON son los rubros o ítems que se asocian directamente con el giro normal del negocio, dentro de estos podemos detallar los siguientes:

➤ Efectivo y Equivalente al Efectivo: El sector industrial retail en general requiere considerar este activo *debido a la necesidad de las empresas de disponer de efectivo día a día que les permitirá desempeñar sus operaciones.*

➤ Cuentas Comerciales y otras Cuentas por Cobrar: Principalmente incluye las cuentas comerciales por cobrar, correspondiente a las ventas realizadas con medios de pagos diferente a la financiación, es decir, crédito directo, además incluye las ventas realizadas con tarjeta de crédito donde se recibe el efectivo a medida que los clientes pagan la cuota pactada.

➤ Inventarios: Compuesto principalmente de inventario disponible para la venta, inventario en tránsito, inventarios de inmuebles en construcción, productos en procesos materias primas, etc. Los inventarios no tienen restricciones o gravámenes que limiten su negociabilidad y se encuentran debidamente asegurados contra todo riesgo.

No se consideraron los siguientes rubros o ítems de activos.

➤ Gastos Pagados por Anticipados: Compuesto principalmente por arrendamiento, gastos bancarios, mantenimiento, publicidad, servicios, seguro, comisión de venta, beneficios a empleados y otros pagos por anticipado.

➤ Cuentas por Cobrar a Partes Relacionadas: Las operaciones con partes relacionadas corresponden básicamente a venta de servicios financieros, prestación de servicios, cobros por pagos de expatriados, recaudos y anticipos recibidos, es decir, no corresponden a una relación directa entre cliente-proveedor, por esta razón no se incluye en nuestro cálculo del CTON.

➤ Activos por Impuesto Diferido: Relacionados directamente con los instrumentos de deuda medidos a su valor razonable (según nota a los Estados Financieros).

➤ Otros Activos Financieros: Corresponden principalmente a saldos en cuentas bancarias por concepto de depósitos judiciales, de los cuales no se puede disponer, dado que está restringido su uso para el pago de algún evento judicial.

➤ Activos No Corrientes Mantenedidos para la Venta.



Los pasivos corrientes netos considerados para el cálculo del CTON son principalmente las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar que están relacionadas en forma directa al giro ordinario del negocio.

Sin embargo, los siguientes rubros o ítems fueron excluidos por no estar relacionadas directamente con el giro.

- Pasivos No Financieros: Principalmente compuesto por ingresos recibidos por anticipado, programa de fidelización de clientes, garantía extendida, anticipo de contratos, etc. Son los ingresos recibidos por anticipado de terceros por la venta de los distintos productos a través de medios de pago, arrendamiento de inmuebles y por las alianzas estratégicas.
- Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados: Compuesto principalmente por planes de beneficios definidos a largo plazo.
- Otras Provisiones: Compuesto principalmente por provisiones por procesos legales se reconocen para atender las pérdidas probables estimadas en contra de la Matriz y sus subsidiarias por litigios laborales, civiles administrativos y regulatorios.
- Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas: El saldo en esta cuenta corresponde principalmente a pendientes de pago por la prestación de servicios, sin embargo, esta cuenta si puede ser operacional dado que puede estar relacionada a prestación de servicios relacionados netamente con el giro o actividad de operación.
- Pasivos por Impuesto Diferido: Compuesto principalmente por gravámenes a los movimientos financieros, siendo impuestos permanentes.
- Pasivos por Impuestos: Compuesto por pasivos por impuestos corrientes registrados en el estado de situación financiera del Grupo Éxito.
- Otros Pasivos Financieros: Principalmente bonos emitidos, recaudos recibidos por terceros, instrumentos financieros de cobertura, instrumentos financieros derivados.

➤ Otros Pasivos No Financieros: Principalmente ingresos recibidos por anticipado, programa de fidelización de clientes, garantía extendida, anticipo de contratos y otros proyectos, etc.

Tabla 59. Capital de Trabajo Operativo Neto Histórico.

Capital de Trabajo Operativo Neto. MMS Col.	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018
Efectivo y Equivalente de Efectivo	2.953.938	10.068.717	6.117.844	5.281.618	4.105.672
Cuentas Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	202.309	3.326.474	1.130.394	1.172.458	795.639
Inventarios	1.244.231	8.702.015	5.778.173	5.912.514	5.547.429
<b>Activo Corriente Neto</b>	<b>4.400.478</b>	<b>22.097.206</b>	<b>13.026.411</b>	<b>12.366.590</b>	<b>10.448.740</b>
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	2.646.415	18.336.741	11.537.028	12.665.749	8.810.405
<b>Pasivo Corriente Neto</b>	<b>-2.646.415</b>	<b>-18.336.741</b>	<b>-11.537.028</b>	<b>-12.665.749</b>	<b>-8.810.405</b>
<b>Capital de Trabajo Operacional Neto CTON MMS</b>	<b>1.754.063</b>	<b>3.760.465</b>	<b>1.489.383</b>	<b>-299.159</b>	<b>1.638.335</b>

Fuente: Elaboración Propia CTON.

Tabla 60. Necesidad de Capital de Trabajo.

Necesidad de Capital de Trabajo MM\$ Col.	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2018	Promedio
Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON).	1.754.063	3.760.465	1.489.383	-299.159	1.638.335	
Ingresos por Actividades Ordinarias	10.484.822	33.402.211	51.606.955	56.442.803	26.624.378	
<b>RCTON=CTON/VENTAS</b>	<b>16,73</b>	<b>11,26</b>	<b>2,89</b>	<b>-0,53</b>	<b>6,15</b>	<b>10,29</b>
(Necesidad Capital de Trabajo)						

Fuente: Elaboración Propia RCTON.

A continuación, se calculó las necesidades de capital de trabajo, como la razón entre el capital de trabajo operacional neto (CTON) a ventas periodo 2014-2017, posteriormente se promedió este resultado, dejando fuera el primer semestre del 2018 por ser una periodicidad distinta.

El promedio aritmético en tabla necesidades de capital de trabajo correspondiente a 10,29% del incremento de las ventas, se aplicó a la diferencia entre los ingresos de actividades ordinarias del año T<sub>+1</sub> y los años posteriores, con la finalidad de calcular la variación de capital de trabajo, teniendo como antecedentes a priori que se conoce las ventas proyectadas de los siguientes años, es decir, se supone una variación anticipada del capital de trabajo a fin de responder a la variación estimada en las ventas.

Tabla 61. Aumento / Disminución del Capital de Trabajo Proyectado.

Aumentos (Disminuciones) del Capital de Trabajo. MM\$ Col.	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.
Ingresos de Actividades Ordinarias Proyectadas	57.987.507	59.554.381	61.061.029	62.606.076	64.196.683
Variación Ingresos de Activ. Ord. Proy.	1.566.874	1.506.648	1.545.047	1.590.607	-
Inversión en capital de trabajo (RCTON) Prom.	10,29	10,29	10,29	10,29	10,29
Aumentos (Disminuciones) del Capital de Trabajo. MM\$ Col.	161.251	155.053	159.004	163.693	-

Fuente: Elaboración Propia Proyección.

#### 14.4. Estimación del Exceso o Déficit de Capital de Trabajo.

Las estimaciones referentes al déficit o exceso de capital de trabajo, se calcularon a partir del diferencial del capital de trabajo neto (CTON) y el capital de trabajo estimado a diciembre del 2018 cuyo calculo proviene aplicando el promedio aritmético obtenido en tabla necesidades de capital de trabajo correspondiente al 10,29% sobre los ingresos por actividades ordinarias proyectadas para diciembre del 2018.

Tabla 62. Déficit de Capital de Trabajo.

Déficit / Exceso de Capital de Trabajo MM\$ Col.	Valor MM\$ Col.
Capital de Trabajo Observado en Junio de 2018	1.638.335
Capital de Trabajo Estimado en Diciembre de 2018	5.967.627
<b>Déficit de Capital de Trabajo MM\$ Col.</b>	<b>4.329.292</b>

Fuente: Elaboración Propia.

#### 14.5. Activos Prescindibles Grupo Éxito

A continuación, se identifican los activos prescindibles del Grupo Éxito al 30 de junio de 2018.

Tabla 63. Clasificación y Valoraciones de los Activos Operacionales y No Operacionales.

Estados Financieros consolidados Activos a Junio 2018	Junio 2018 MM\$ Colombianos	Operativos	No Operativo
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	4.105.672	✓	
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	795.639	✓	
Gastos Pagados por Anticipado	171.357	✓	
Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas y Asociadas Corrientes	56.317	✓	
Inventarios Corrientes	5.547.429	✓	
Activos por Impuestos Corrientes	679.472	✓	
Otros Activos Financieros Corrientes	65.173	✓	
Otros Activos No Financieros Corrientes	0	✓	
Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios	16.426.284	✓	
Propiedades, Planta y Equipo	10.745.629	✓	
Propiedad de Inversión	1.453.201	✓	
Plusvalía	5.008.585	✓	
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	4.692.009	✓	
<b>Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación</b>	<b>695.077</b>		✓
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar No Corrientes	520.688	✓	
Gastos Pagados por Anticipado	56.131	✓	
Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas y Asociadas No Corrientes	23.560	✓	
Activos por Impuestos Diferidos	1.730.349	✓	
Activos por Impuesto	1.776.399	✓	
Otros Activos Financieros No Corrientes	718.334	✓	
Otros Activos No Financieros No Corrientes	398	✓	

Fuente: Elaboración Propia, datos desde los EEFF Grupo Éxito.

Se consideran activos prescindibles bienes raíces no utilizados, exceso de caja y valores negociables, etc., para Almacenes Éxito son los siguientes.

Tabla 64. Clasificación de Activos en Prescindibles

Estados Financieros consolidados Activos a Junio 2018	Junio 2018 MM\$ Colombianos	Tipo de Activo	Prescindible SI/NO
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	4.105.672	Corriente	No
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	795.639	Corriente	No
Gastos Pagados por Anticipado	171.357	Corriente	No
Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas y Asociadas Corrientes	56.317	Corriente	No
Inventarios Corrientes	5.547.429	Corriente	No
Activos por Impuestos Corrientes	679.472	Corriente	No
Otros Activos Financieros Corrientes	65.173	Corriente	No
Otros Activos No Financieros Corrientes	0	Corriente	No
Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios	16.426.284	Corriente	No
Propiedades, Planta y Equipo	10.745.629	No Corriente	No
Propiedad de Inversión	1.453.201	No Corriente	No
Plusvalía	5.008.585	No Corriente	No
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	4.692.009	No Corriente	No
Inversiones Contabilizadas Utilizando el Método de la Participación	695.077	No Corriente	Si
Cuentas Comerciales por Cobrar y Otras Cuentas por Cobrar No Corrientes	520.688	No Corriente	No
Gastos Pagados por Anticipado	56.131	No Corriente	No
Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas y Asociadas No Corrientes	23.560	No Corriente	No
Activos por Impuestos Diferidos	1.730.349	No Corriente	No
Activos por Impuesto	1.776.399	No Corriente	No
Otros Activos Financieros No Corrientes	718.334	No Corriente	No
Otros Activos No Financieros No Corrientes	398	No Corriente	No
Total Activos No Corrientes	27.420.360		
Activo Prescindible	695.077		

Fuente: Elaboración Propia, datos desde los EEFF Grupo Éxito.

### 15. Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción.

Realizamos una valoración económica del precio de la acción en base al método de flujos de caja descontados, suponiendo valor terminal sin crecimiento. Se utiliza la tasa de costo de capital estimada anteriormente, siendo esta:

$$K_0 = 0,1106 \text{ ó } 11,06\%$$

Tabla 65. Calculo del Patrimonio Económico.

Valor Económico del Patrimonio MM\$ Col.	21.454.529
(+) Valor Económico de los Activos Operacionales = VP de FC Libre más el Valor Terminal MM\$ Col.	20.358.237
(+) Activos Prescindibles MM\$ Col.	695.077
(+/-) Exceso o Déficit de Capital de Trabajo Neto (CTON) MM\$ Col.	-4.329.292
(=) Valor Total de Activos MM\$ Col.	16.724.022
(-) Deuda Financiera MM\$ Col.	-8.924.222
(-) Deuda Subordinada (siendo cuentas por pagar) MM\$ Col.	0
(=) Patrimonio Económico MM\$ Col.	7.799.800

Fuente: Elaboración Propia

A continuación, se presenta tabla resumen con todos los resultados que nos permitieron obtener nuestra Tasa Costo de Capital Promedio, la cual será utilizada para el cálculo del valor presente de los flujos de caja descontada a su WACC.

Tabla 66. Resumen Calculo WACC

Resumen	
Tasa Libre Riesgo	6,88%
Premio por Riesgo de Mercado	7,39%
Beta del Negocio S/Deuda	0,92
Tasa Costo de la Deuda	10,56%
Beta de la Deuda	0,50
Razón de Endeudamiento Objetivo (B/P)	134,86%

Razón de Endeudamiento Objetivo.(B/V)	57,26%
Beta de la Acción	1,3120
Tasa de Impuesto C/Plazo	33,79%
Tasa de Impuesto L/Plazo	34,17%
Tasa Costo Patrimonial	16,57%
Tasa Costo de Capital	11,06%

Fuente: Elaboración Propia.

El cálculo del Valor Económico de Los Activos Operacionales se obtiene al descontar a valor presente los flujos de caja libre más el valor terminal, a la tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC).

$$VEP_{31/12/18} = \frac{\text{Flujo caja libre 1}}{(1+i)^1} + \frac{\text{Flujo caja libre 2}}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\text{Flujo caja libre n} + \text{Flujo terminal}}{(1+i)^n}$$

Reemplazando los valores en la ecuación:

$$VEP_{\frac{31}{12}} = \$1.551.633 + \frac{\$1.615.082}{(1+0,1106)^1} + \frac{\$1.688.994}{(1+0,1106)^2} + \frac{\$1.736.133}{(1+0,1106)^3} + \frac{\$2.396.493 + \$21.659.057}{(1+0,1106)^4}$$

$$VEP_{31/12/18} = 21.454.529 \text{ MMS Colombianos.}$$

Descontando el flujo al 30 de Junio del 2018.

$$VEP_{31/06/18} = \frac{\$21.454.529}{(1+0,1106)^{1/2}}$$

$$VEP_{31/12/18} = 20.358.237 \text{ MMS Colombianos.}$$

Se obtiene el precio estimado de la acción a Junio del 2018, dividiendo el Patrimonio Económico calculado por la cantidad de acciones en circulación, el resultado es el siguiente:

Tabla 67. Precio Estimado de la Acción Jun 2018.

Precio Estimado de la Acción	
Total Patrimonio Económico MM\$ Colombianos	7.799.800
Número de Acciones	447.604.316
Precio de la Acción de Mercado	16.200
Precio de la Acción estimado al 30 de Junio 2018	17.426
ΔDiferencia Pesos Colombianos	1.226
ΔDiferencia Porcentual	7,57

Fuente: Elaboración Propia.

Por lo tanto, se concluye que el precio observado de la acción esta subestimado respecto al proyectado.

Obtenemos el cuadro de Flujo de Caja Libre Proyectado, más los supuestos utilizados en cada punto, incluyendo el Flujo de Caja Libre del primer año de la proyección implícita (año 2023).

Tabla 68. Flujo de Caja Libre más Valor Terminal Proyectado.

Ajustes al Estado De Resultado MM\$ Col.	2018 Proy.	2019 Proy.	2020 Proy.	2021 Proy.	2022 Proy.	2023 Proy
Ganancia o Perdida	722.316	735.003	747.203	759.713	772.592	772.592
<b>Ajustes</b>						
(+) Depreciación de Activo Fijo	1.344.923	1.381.264	1.416.208	1.452.043	1.488.934	1.488.934
(+) Amortización de Activo Intangible	-	-	-	-	-	-
(-) Otros Ingresos por Función (Operativos) Después de Impuesto	-63.786	-65.510	-67.167	-68.867	-70.616	-70.616
(+) Otros Gastos por Función (Operativos) Después de Impuestos	307.334	315.638	323.623	331.812	340.242	340.242
	-69.585	-71.465	-73.273	-75.127	-77.036	-77.036



(-) Otras Ganancias o Pérdidas por Deterioro de Valor Después de Impuesto						
(-) Ingresos Financieros Después de Impuestos	-420.035	-420.035	-420.035	-420.035	-420.035	-420.035
(+) Costos Financieros Después de Impuesto	1.704.833	1.750.899	1.795.194	1.840.619	1.887.382	1.887.382
(-) Participación de las Ganancias o Pérdidas Asociadas y Negocio que se Contabilizan Utilizando el Método de Participación	-36.037	-36.037	-36.037	-36.037	-36.037	-36.037
(+/-) Diferencia de Cambio	-	-	-	-	-	-
(+/-) Resultado por Unidad de Reajuste	-	-	-	-	-	-
<b>(=) Flujo de Caja Bruto.</b>	<b>3.489.962</b>	<b>3.589.757</b>	<b>3.685.716</b>	<b>3.784.120</b>	<b>3.885.427</b>	<b>3.885.427</b>
(-) Inversión en Reposición.	-1.344.923	-1.381.264	-1.416.208	-1.452.043	-1.488.934	-1.488.934
(-) Inversión en Capital Físico.	-432.156	-438.359	-421.509	-432.252	0	0
(-) Aumentos (Disminuciones) de Capital de Trabajo.	-161.251	-155.053	-159.004	-163.693	0	0
<b>Flujo de Caja Libre.</b>	<b>1.551.633</b>	<b>1.615.082</b>	<b>1.688.994</b>	<b>1.736.133</b>	<b>2.396.493</b>	<b>2.396.493</b>
<b>(+) Valor Terminal</b>					<b>21.659.057</b>	
<b>FCL + VT</b>	<b>1.551.633</b>	<b>1.615.082</b>	<b>1.688.994</b>	<b>1.736.133</b>	<b>24.055.550</b>	<b>2.396.493</b>

Fuente: Elaboración Propia

## 16. Valoración de la Empresa a través del Método de Múltiplos.

Este método de valoración resulta ser más sencillo que el método flujo de caja descontado, debido a que no requiere realizar proyecciones de los flujos de caja y estimar una tasa de descuento para la empresa a valorar, sin embargo, la evidencia empírica muestra que es un método menos preciso al momento de estimar el valor de una empresa o el precio de una acción.

El objetivo es obtener el valor de una determinada empresa en base al valor de mercado de empresas comparables, existiendo dos componentes para la valoración relativa.

- El primer término es el precio que tienen que ser estandarizado, normalmente a través de la identificación de múltiplos de alguna variable común, como puede ser el valor de ventas, ganancias o valor libro de la acción.
- En segundo término, debemos contar con dos activos similares, teniendo en consideración que empresas en la misma industria pueden diferir en riesgo, crecimiento y flujos de caja, por lo que es necesario realizar ajustes para que el valor escogido del múltiplo entregue la mejor aproximación al valor de la empresa o la acción.

Para obtener los valores representativos de la industria se utilizaron como empresas comparables Cencosud y Falabella debido a que son empresas del sector industrial del retail, que además cuentan con operaciones en varios países en Sudamérica, con lo que también enfrentan riesgos, oportunidades y amenazas similares al llevar a cabo su negocio.

Tabla 69. Empresas de Retail Comparables y sus Rubros.

Rubro	Almacenes Éxito	Cencosud	Falabella
Tiendas por Departamento		✓	✓
Mejoramiento del Hogar		✓	✓
Supermercados	✓	✓	✓
Servicios Financieros	✓	✓	✓
Inmobiliarios	✓	✓	✓

Fuente: Elaboración Propia.

### **16.1. Riesgos de Mercado asociados al Rubro Retail.**

➤ **Riesgo Crediticio:** El negocio crediticio es un factor clave en esta industria y este implica un cambio o una evolución de los riesgos de las empresas participantes en el retail, ya que se introducen elementos nuevos como la necesidad de capital de trabajo para el financiamiento de las operaciones, el riesgo de no pago de los créditos otorgados y la cobranza que se debe realizar para obtener una recaudación adecuada.

En este sector industrial las empresas apuntan a clientes comparativamente más riesgosos, los que muchas veces no son sujetos de crédito de los bancos, por esta razón las tasas cobradas en muchos casos son bastante mayores a las de los créditos bancarios, para poder compensar y soportar un nivel más elevado de riesgo y de pérdida esperada.

➤ **Riesgo Tecnológico:** Afectando las operaciones de la empresa, además de los rápidos cambios en tendencias y hábitos de consumo, la compra online ha ido reemplazando las tiendas tradicionales de retail por las plataformas de venta online o e-commerce, es decir, el Ciber Riesgo, tiene cada vez más relevancia.

➤ **Riesgo País:** Desaceleración del consumo debido a que estas empresas operan en distintos países.

➤ **Entrada de nuevos competidores al rubro retail online y/o comercio electrónico,** hoy en día donde el comercio digital está en pleno desarrollo, nos encontramos con grandes competidores, entre ellos los más importantes son, Amazon, Ebay, Linio, etc.

### **16.2. Ingresos por Actividades Ordinarias Cencosud y Falabella por País.**

Las siguientes tablas muestran los Ingresos de Actividades Ordinarias de Cencosud y Falabella clasificados según los países en los que estos se generan. En el caso de Cencosud para los nueve meses del año 2018, el 46,6 % de sus ingresos fueron originados en Chile, un 21,9% en Argentina, un 13,9% de ventas en Brasil, seguido por Perú y Colombia.

Tabla 70. Ingresos Cencosud, Nueves Meses al 30 de septiembre 2018.

INGRESOS	Nueve Meses al 30 de Septiembre				Δ % reportada	Δ % en moneda local
	2018 CLP MM		2017 CLP MM			
Chile	3.274.398	46,0%	3.200.498	42,1%	2,3%	2,3%
Argentina	1.562.314	21,9%	1.904.018	25,0%	-17,9%	27,5%
Brasil	989.791	13,9%	1.178.948	15,5%	-16,0%	-1,3%
Perú	717.293	10,1%	711.344	9,4%	0,8%	4,9%
Colombia	581.179	8,2%	612.329	8,0%	-5,1%	-2,7%
<b>Total</b>	<b>7.124.975</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.607.136</b>	<b>100,0%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>7,9%</b>

Fuente: EEFF Cencosud.

Según los Estados Financieros de Falabella el año 2018, el 54,5% de sus ingresos fueron originados en Chile, un 24,32% en Perú, un 11,46% Colombia, seguido por Argentina y Brasil.

Tabla 71 Ingresos Falabella a Diciembre 2017.

Chile	Ingreso Falabella Retail 12 Meses 2018 (MM\$)			% Particip. 2018
	Tipo de Negocio	12 M 2017	12 M 2018	
	Tiendas por Departamento	1.534.916	1.525.908	18,61
	Mejoramientos del Hogar	2.058.298	2.169.506	26,45
	Supermercados	738.661	776.142	9,46
	<b>Total Ingresos Chile</b>	<b>4.331.875</b>	<b>4.471.556</b>	<b>54,52</b>
<b>Perú</b>				
	Tiendas por Departamento	580.860	605.025	7,38
	Mejoramiento del Hogar	601.184	615.901	7,51
	Supermercados	702.487	773.460	9,43
	<b>Total Ingresos Perú</b>	<b>1.884.531</b>	<b>1.994.386</b>	<b>24,32</b>
<b>Colombia</b>				
	Tiendas por Departamento	356.894	402.257	4,90
	Mejoramiento del Hogar	751.542	783.372	9,55
	<b>Total Ingresos Colombia</b>	<b>1.108.436</b>	<b>1.185.629</b>	<b>14,46</b>
<b>Argentina</b>				
	Tiendas por Departamento	319.043	241.362	2,94
	Mejoramiento del Hogar	170.958	125.248	1,53
	<b>Total Ingresos Argentina</b>	<b>490.001</b>	<b>366.610</b>	<b>4,47</b>
<b>Brasil</b>				
	Mejoramiento del Hogar	194.937	182.790	2,23
	<b>Total Ingresos Brasil</b>	<b>194.937</b>	<b>182.790</b>	<b>2,23</b>
	<b>Total Ingresos Cencosud</b>	<b>8.009.780</b>	<b>8.200.971</b>	<b>100,00</b>

Fuente: EEFF Falabella

Tanto Almacenes Éxito, Cencosud y Falabella transan sus instrumentos de activos en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), en el caso de Almacenes Éxito, la compañía cotiza también en la Bolsa de Valores de São Paulo.

### 16.3. Datos Cencosud y Falabella Junio 2017-2018.

A continuación, se presentan el resumen del cálculo de datos a junio del 2017 al 2018 de Cencosud y Falabella.

Tabla 72: Datos Falabella y Cencosud.

Dato	Cencosud		Falabella	
	Junio 2018	Junio 2017	Junio 2018	Junio 2017
Market Price Per Share	1.610,2	1.763,2	5.993,8	5.454,1
Número de Acciones	2.863.129.447	2.875.758.393	2.434.465.103	2.434.465.103
Earning Per Share \$	141,3	98,8	208,3	258,9
Market Value of Equity	4.610.211.036	5.070.537.199	14.591.696.934	13.277.816.118
Total Debt	3.387.841.977	3.369.118.127	4.032.040.737	3.817.799.617
Cash	146.913.919	150.726.728	213.362.996	176.831.271
EBITDA	1.065.717.723	949.481.738	1.225.524.000	1.166.285.000
EBIT	835.185.250	708.190.579	932.393.000	898.588.000
Book Value To Equity	3.740.517.334	4.102.331.835	5.468.715.602	5.733.036.311
Revenues M\$	10.176.708.795	10.454.597.760	8.401.738.174	8.017.619.858
EV M\$	7.851.139.094	8.288.928.598	18.410.374.675	16.918.784.464

Fuente: Estados Financieros Cencosud y Falabella.

- Market Price Per Share: Corresponde a los precios de mercado de las acciones con fecha corte junio 2017-2018.
- Número de Acciones: Son el número de acciones en circulación de la empresa en la fecha de corte junio 2017-2018.
- Earning Per Share (Ganancia por Acción): Su cálculo proviene de la utilidad entre 30 junio de 2017 al 30 junio de 2018, para esto se utiliza la utilidad neta de 2017 y se resta el primer semestre, para luego sumar la utilidad obtenida en el primer semestre de 2018, obteniendo la utilidad en un año, necesaria para el cálculo de múltiplos que utilizaremos en la valoración.

Tabla 73. Cálculo Ganancia por Acción Cencosud.

Cencosud	(+) Resultado Ejercicio Enero a Dic 2017 MMS	439.988.718
	(-) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2017 MMS	90.412.849
	(+) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2018 MMS	54.999.814
	Resultado Jul 17 a Jun 2018 MMS	404.575.683
	Numero Acciones MM\$	2.863.129
	Ganancia por Acción \$	141,3
Cencosud	(+) Resultado Ejercicio Enero a Dic 2016 MMS	387.754.867
	(-) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2016 MMS	194.033.830
	(+) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2017 MMS	90.412.849
	Resultado Jul 2016 a Jun 2017 MMS	284.133.886
	Numero Acciones	2.875.758.393
	Ganancia por Acción \$	98,8

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud.

Tabla 74 Calculo Ganancia por Acción Falabella.

Falabella	(+) Resultado Ejercicio Enero a Dic 2017 MMS	509.593.496
	(-) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2017 MMS	243.616.309
	(+) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2018 MMS	241.045.437
	Resultado Jul 17 a Jun 2018 MMS	507.022.624
	Numero Acciones MM\$	2.434.465.103
	Ganancia por Acción \$	208,3
Falabella	(+) Resultado Ejercicio Enero a Dic 2016 MMS	609.024.729
	(-) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2016 MMS	222.347.392
	(+) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2017 MMS	243.616.309
	Resultado Jul 2016 a Jun 2017 MMS	630.293.646
	Numero Acciones	2.434.465.103
	Ganancia por Acción \$	258,9

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Falabella.

- Market Value Of Equity: Corresponde a la capitalización bursátil del patrimonio obtenido como número de acciones por precio de acción.
- Market Value Of Debt: Obtenido como Enterprise Value (valor de la empresa) menos Market Value of Equity (Valor de mercado del patrimonio más efectivo y equivalentes al efectivo).
- Cash: Efectivo, tomado del balance con fecha corte 30 junio-2017 y 30 junio 2018.
- EBITDA y EBIT: Al igual que el cálculo de ganancia por acción se calculan por diferencia como se indica a continuación:

Tabla 75: Calculo EBITDA Cencosud.

Cencosud	M\$
(+) EBITDA Enero a Diciembre 2017	1.067.464.813
(-) EBITDA Enero a Junio 2017	378.950.756
(+) EBITDA Enero a Junio 2018	377.203.666
(=) EBITDA Resultado Julio 17 a Junio 18	1.065.717.723
EBITDA	M\$
(+) EBITDA Enero a Diciembre 2016	1.041.578.762
(-) EBITDA Enero a Junio 2016	471.047.780
(+) EBITDA Enero a Junio 2017	378.950.756
(=) EBITDA Resultado Julio 16 a Junio 17	949.481.738

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud.

Tabla 76: Calculo EBIT Cencosud.

Cencosud	M\$
(+) EBIT Enero a Diciembre 2017	825.410.527
(-) EBIT Enero a Junio 2017	260.054.444
(+) EBIT Enero a Junio 2018	269.829.167
(=) EBIT Resultado Julio 17 a Junio 18	835.185.250
EBIT	M\$
(+) EBIT Enero a Diciembre 2016	813.865.343
(-) EBIT Enero a Junio 2016	365.729.208
(+) EBIT Enero a Junio 2017	260.054.444
(=) EBIT Resultado Julio 16 a Junio 17	708.190.579

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud.

Tabla 77: Calculo EBITDA Falabella.

Falabella	M\$
(+) EBITDA Enero a Diciembre 2017	1.213.960.000
(-) EBITDA Enero a Junio 2017	294.593.000
(+) EBITDA Enero a Junio 2018	306.157.000
(=) EBITDA Resultado Julio 17 a Junio 18	1.225.524.000
EBITDA	M\$
(+) EBITDA Enero a Diciembre 2016	1.151.481.000
(-) EBITDA Enero a Junio 2016	279.789.000
(+) EBITDA Enero a Junio 2017	294.593.000
(=) EBITDA Resultado Julio 16 a Junio 17	1.166.285.000

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Falabella.

Tabla 78: Calculo EBIT Falabella.

Falabella	M\$
(+) EBIT Enero a Diciembre 2017	927.189.000
(-) EBIT Enero a Junio 2017	223.876.000
(+) EBIT Enero a Junio 2018	229.080.000
(=) EBIT Resultado Julio 17 a Junio 18	932.393.000
EBIT	M\$
(+) EBIT Enero a Diciembre 2016	889.291.000
(-) EBIT Enero a Junio 2016	214.579.000
(+) EBIT Enero a Junio 2017	223.876.000
(=) EBIT Resultado Julio 16 a Junio 17	898.588.000

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Falabella.

➤ **Book Value Of Equity:** Obtenido del estado de situación financiera considerando el patrimonio total de la empresa a valor libro, fue obtenido por diferencia como se indica a continuación:

Tabla 79. Book Value To Equity Cencosud.

Cencosud	M\$
(+) BVE Enero a Diciembre 2017	4.009.021.449
(-) BVE Enero a Junio 2017	4.012.368.496
(+) BVE Enero a Junio 2018	3.743.864.381
(=) BVE Resultado Julio 17 a Junio 18	3.740.517.334



Book Value to Equity	M\$
(+) BVE Enero a Diciembre 2016	4.084.051.735
(-) BVE Enero a Junio 2016	3.994.088.396
(+) BVE Enero a Junio 2017	4.012.368.496
(=) BVE Resultado Julio 16 a Junio 17	4.102.331.835

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud.

Tabla 80. Book Value To Equity Falabella.

Falabella	M\$
(+) BVE Enero a Diciembre 2017	5.293.457.504
(-) BVE Enero a Junio 2017	5.296.900.576
(+) BVE Enero a Junio 2018	5.472.158.674
(=) BVE Resultado Julio 17 a Junio 18	5.468.715.602

Book Value to Equity	M\$
(+) BVE Enero a Diciembre 2016	5.048.357.120
(-) BVE Enero a Junio 2016	4.612.221.385
(+) BVE Enero a Junio 2017	5.296.900.576
(=) BVE Resultado Julio 16 a Junio 17	5.733.036.311

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Falabella.

➤ **Book Value Of Debt:** Pasivos corrientes y no corrientes obtenidos de estado de situación financiera con fechas corte de 30 junio 2017 y 30 junio 2018.

Tabla 81. Total Debt Cencosud y Falabella.

Cencosud	M\$
(+) BVD Junio 2018	3.387.841.977

Total Debt	M\$
(+) BVD Junio 2017	3.369.118.127

Falabella	M\$
(+) BVD Junio 2018	4.032.040.737

Total Debt	M\$
(+) BVD Junio 2017	3.817.799.617

- Revenues: Ingresos de actividades ordinarias, se calcula también por diferencia de forma anual, se detalla a continuación.

Tabla 82. Ingresos por Actividades Ordinarias, Cencosud.

		M\$
Cencosud	(+) RVN Enero a Diciembre 2017	10.456.987.206
	(-) RVN Enero a Junio 2017	5.109.600.697
	(+) RVN Enero a Junio 2018	4.829.322.286
	(=) RVN Resultado Julio 17 a Junio18	10.176.708.795
Revenues		M\$
	(+) RVN Enero a Diciembre 2016	10.333.001.434
	(-) RVN Enero a Junio 2016	4.988.004.371
	(+) RVN Enero a Junio 2017	5.109.600.697
	(=) RVN Resultado Julio 16 a Junio 17	10.454.597.760

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud.

Tabla 83. Ingresos por Actividades Ordinarias, Falabella.

		M\$
Falabella	(+) RVN Enero a Diciembre 2017	8.242.645.263
	(-) RVN Enero a Junio 2017	3.957.701.561
	(+) RVN Enero a Junio 2018	4.116.794.472
	(=) RVN Resultado Julio 17 a Junio18	8.401.738.174
Revenues		M\$
	(+) RVN Enero a Diciembre 2016	7.898.301.784
	(-) RVN Enero a Junio 2016	3.838.383.487
	(+) RVN Enero a Junio 2017	3.957.701.561
	(=) RVN Resultado Julio 16 a Junio 17	8.017.619.858

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Falabella

- Enterprise Value (EV): Cifras tomadas de la plataforma Reuters con corte a junio 30 de 2017 y 2018.

#### 16.4. Cálculo Múltiplos de Ganancias Sector Industrial.

- Ratio Precio Utilidad: Razón entre el precio por acción y la ganancia por acción.

$$\text{Price Earning Ratio} = \frac{\text{Market Price Per Share}}{\text{Earnings Per Share}}$$

- Enterprise Value: Valor de la firma dividido por el resultado operacional sin incluir la depreciación y amortización EBITDA e incluyendo depreciación y amortización EBIT.

$$\text{Enterprise Value to EBITDA} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt} - \text{Cash}}{\text{EBITDA}}$$

$$\text{Enterprise value to EBIT} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt} - \text{Cash}}{\text{EBIT}}$$

Tabla 84. Múltiplos de Ganancia de la Industria.

Tipo de Múltiplos de Ganancia.	Múltiplos	2017	2018	Promedio
Múltiplos de Ganancia Cencosud	Price - Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	17,85	11,40	14,62
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	8,73	7,37	8,05
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	11,70	9,40	10,55
Múltiplos de Ganancia Falabella	Price - Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	21,07	28,78	24,92
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	14,51	15,02	14,76
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	18,83	19,75	19,29
Múltiplos de Ganancia Industria	Price - Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	19,46	20,09	19,77
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	11,62	11,19	11,41
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	15,27	14,57	14,92

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud y Falabella.

### 16.5. Cálculo Múltiplos de Valor en Libro.

- Price to Book Equity: Es la relación entre el valor de mercado de la acción o patrimonio económico y el valor libro de la acción o patrimonio contable.

$$\text{Price to Book Equity} = \frac{\text{Market Value Of Equity}}{\text{Book Value Of Equity}}$$

- Value to Book Ratio: Este indicador se define como el valor de mercado de los activos (patrimonio económico más deuda de mercado) dividido por el valor libro de los activos (patrimonio contable más deuda contable).

$$\text{Value to Book Ratio} = \frac{\text{Market Value Of Equity} + \text{Market Value Of Debt}}{\text{Book Value Of Equity} + \text{Book Value Of Debt}}$$

Tabla 85. Múltiplos Valor Libro la Industria.

Tipo de Múltiplo Valor Libro	Múltiplos	2017	2018	Promedio
Múltiplos de Valor Libro Cencosud	Price to Book Equity (PBV)	1,26	1,23	1,25
	Value to Book Ratio	1,13	1,12	1,13
Múltiplos de Valor Libro Falabella	Price to Book Equity (PBV)	3,01	3,21	3,11
	Value to Book Ratio	1,79	1,96	1,88
Múltiplos de Valor Libro Industria	Price to Book Equity (PBV)	2,14	2,22	2,18
	Value to Book Ratio	1,46	1,54	1,50

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud y Falabella.

### 16.6. Cálculo Múltiplos de Ingresos

- Price to Sale Ratio: Este ratio se define como el valor de mercado del patrimonio dividido por las ventas o ingresos por actividades ordinarias.

$$\text{Price to Sale Ratio} = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Revenues}}$$

- Enterprise Value to Sales Ratio: Esta ratio se define como el valor de la empresa dividido por las ventas o ingresos por actividades ordinarias.

$$EVTSR = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Market value of debt} - \text{Cash}}{\text{Revenues}}$$

Tabla 86. Múltiplos de Ingresos.

Tipo de Múltiplos de Ingresos	Múltiplos	2017	2018	Promedio
Múltiplos de Ingresos Cencosud	Price to Sales Ratio (PS)	0,49	0,45	0,47
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	0,79	0,77	0,78
Múltiplos de Ingresos Falabella	Price to Sales Ratio (PS)	1,66	1,74	1,70
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	2,11	2,19	2,15
Múltiplos de Ingresos Industria	Price to Sales Ratio (PS)	1,01	1,03	1,02
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1,45	1,48	1,47

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud y Falabella.

### 16.7. Múltiplos Almacenes Éxito Versus Múltiplos Sector Industrial.

Tabla 87. Comparación múltiplos Almacenes Éxito y Sector Industrial

Tipo de Múltiplos de Ganancia.	Múltiplos	2017	2018	Promedio
Múltiplos de Ganancia Almacenes Éxito	Price - Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	20,21	53,55	36,88
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	8,23	8,98	8,61
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	12,15	10,69	11,42
Múltiplos de Ganancia Industria	Price - Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	19,46	20,09	19,77
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	11,62	11,19	11,41
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	15,27	14,57	14,92
Tipo de Múltiplo Valor Libro	Múltiplos	2017	2018	Promedio
Múltiplos de Valor Libro Almacenes Éxito.	Price to Book Equity (PBV)	0,35	0,43	0,39
	Value to Book Ratio	0,57	0,66	0,61
Múltiplos de Valor Libro Industria	Price to Book Equity (PBV)	2,14	2,22	1,86
	Value to Book Ratio	1,46	1,54	1,50

Tipo de Múltiplos de Ingresos	Múltiplos	2017	2018	Promedio
Múltiplos de Ingresos Almacenes Éxito	Price to Sales Ratio (PS)	0,16	0,13	0,15
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	0,28	0,42	0,35
Múltiplos de Ingresos Industria	Price to Sales Ratio (PS)	1,01	1,03	1,02
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1,45	1,48	1,47

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Cencosud, Falabella y Almacenes Éxito.

## 17. Indicadores para Almacenes Éxito.

Tabla 88. Indicadores Almacenes Éxito.

Almacenes Éxito \$ Colombianos	Junio 2018	Junio 2017
Market Price Per Share	16.200	15.340
Número de Acciones	447.604.316	447.604.316
Earning Per Share \$	2.927,8	759
Market Value of Equity	7.251.189.919	6.866.250.207
Total Debt	10.998.961.000	9.860.688.000
Cash	4.105.672.000	3.366.152.000
EBITDA	2.624.637.000	2.979.192.000
EBIT	2.205.933.000	2.019.446.000
Book Value To Equity	16.725.799.000	19.705.304.000
Revenues	56.273.547.000	42.053.282.000
Cambio en Participación no Controladora	10.010.882.000	11.856.099.000
Enterprise Value	24.155.360.919	25.216.885.207
Enterprise Book Value	55.267.683.000	58.625.795.000

Fuente: Elaboración propia, información EEFF Almacenes Éxito.

Tabla 89. Resultado del Ejercicio Semestre 2017 y 2018.

Almacenes Éxito	(+) Resultado Ejercicio Enero a Dic 2017 M \$ Col	1.071.066.000
	(-) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2017 M \$ Col	469.460.000
	(+) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2018 M\$ Col	708.885.000
	Resultado Jul 17 a Jun 2018 M\$ Col	1.310.491.000
	Numero Acciones en miles	447.604
	Ganancia por Acción \$	2.927,8
Almacenes Éxito	(+) Resultado Ejercicio Enero a Dic 2016 M \$ Col	-622.395.000
	(-) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2016 M \$ Col	-492.668.000
	(+) Resultado Ejercicio Enero a Jun 2017 M\$ Col	469.460.000
	Resultado Jul 17 a Jun 2017 M\$ Col	339.733.000
	Numero Acciones en miles	447.604
	Ganancia por Acción \$	759,0

Tabla 90. Resultado del Ejercicio Semestre 2017 y 2018

Almacenes Éxito	(+) CASH Junio 2017	M\$ Col 3.366.152.000
	CASH	M\$ Col
	(+) CASH Junio 2018	4.105.672.000
Almacenes Éxito	(+) EBITDA Enero a Diciembre 2017	M\$ Col 2.944.483.000
	(-) EBITDA Enero a Junio 2017	1.535.936.000
	(+) EBITDA Enero a Junio 2018	1.216.090.000
	(=) EBITDA Resultado Julio 17 a Junio 18	2.624.637.000
	EBITDA	M\$ Col
	(+) EBITDA Enero a Diciembre 2016	2.464.438.000
	(-) EBITDA Enero a Junio 2016	1.021.182.000
	(+) EBITDA Enero a Junio 2017	1.535.936.000
	(=) EBITDA Resultado Julio 16 a Junio 17	2.979.192.000
Almacenes Éxito	(+) EBIT Enero a Diciembre 2017	M\$ Col 2.131.563.000
	(-) EBIT Enero a Junio 2017	1.041.608.000
	(+) EBIT Enero a Junio 2018	1.115.978.000
	(=) EBIT Resultado Julio 17 a Junio 18	2.205.933.000

EBIT	M\$ Col
(+) EBIT Enero a Diciembre 2016	1.578.271.000
(-) EBIT Enero a Junio 2016	600.433.000
(+) EBIT Enero a Junio 2017	1.041.608.000
(=) EBIT Resultado Julio 16 a Junio 17	2.019.446.000

Tabla 91. Resultado del Ejercicio Semestre 2017 y 2018.

Almacenes Éxito	M\$ Col
(+) BVE Enero a Diciembre 2017	19.732.354.000
(-) BVE Enero a Junio 2017	19.711.485.000
(+) BVE Enero a Junio 2018	16.704.930.000
(=) BVE Resultado Julio 17 a Junio 18	16.725.799.000

Book Value to Equity	M\$ Col
(+) BVE Enero a Diciembre 2016	19.111.209.000
(-) BVE Enero a Junio 2016	19.117.390.000
(+) BVE Enero a Junio 2017	19.711.485.000
(=) BVE Resultado Julio 16 a Junio 17	19.705.304.000

Almacenes Éxito	M\$ Col
(+) BVD Junio 2018	10.998.961.000

Total Debt	M\$ Col
(+) BVD Junio 2017	9.860.688.000

Almacenes Éxito	M\$ Col
(+) RVN Enero a Diciembre 2017	56.442.803.000
(-) RVN Enero a Junio 2017	26.793.634.000
(+) RVN Enero a Junio 2018	26.624.378.000
(=) RVN Resultado Julio 17 a Junio 18	56.273.547.000

Revenues	M\$ Col
(+) RVN Enero a Diciembre 2016	51.606.955.000
(-) RVN Enero a Junio 2016	36.347.307.000
(+) RVN Enero a Junio 2017	26.793.634.000
(=) RVN Resultado Julio 16 a Junio 17	42.053.282.000



Tabla 92. Resumen Valoración Método Múltiplos Almacenes Éxito.

Múltiplos \$ Col.	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Industria	Precio Éxito	$\Delta$ Precio industria V/S Precio Éxito
Price Earning Ratio	-	-	58.811	16.200	263,03
Múltiplos	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Industria	Precio Éxito	$\Delta$ Precio industria V/S Precio Éxito
Enterprise Value To EBITDA (EV/EBITDA)	29.382.087.067	8.372.244.067	18.705	16.200	15,46
Múltiplos	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Industria	Precio Éxito	$\Delta$ Precio industria V/S Precio Éxito
Enterprise Value To EBIT (EV/EBIT)	32.146.809.092	11.136.966.092	24.881	16.200	53,59
Múltiplos	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Industria	Precio Éxito	$\Delta$ Precio industria V/S Precio Éxito
Price To Book Equity.		32.621.321.437	72.880	16.200	349,88
Múltiplos	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Industria	Precio Éxito	$\Delta$ Precio industria V/S Precio Éxito
Value To Book Ratio	85.174.190.384	64.164.347.384	143.351	16.200	784,88
Múltiplos	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Industria	Precio Éxito	$\Delta$ Precio industria V/S Precio Éxito
Price To Sales Ratio		55.546.576.682	124.098	16.200	666,03
Múltiplos	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Industria	Precio Éxito	$\Delta$ Precio industria V/S Precio Éxito
Enterprise Value To Sales Ratio.	83.361.916.255	62.352.073.255	139.302	16.200	759,89

Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo a los cálculos efectuados en base a la información financiera disponible del Grupo Éxito, podemos observar claramente que los resultados generados en base a los márgenes de ganancia, como lo son el índice de Precio /Utilidad; Valor de la Empresa a EBITDA; Valor de la Empresa a EBIT, se aproximan más al valor de mercado de la acción de Almacenes Éxito, mientras que los índices más contables, relacionados a los valores libro y venta se distancian más de este. Es importante considerar el sector industrial retail y las empresas con las cuales estamos comparando a Almacenes Éxito, el sector industrial se ve representado por Cencosud y Falabella, dentro de las diferencias más significativas es que estas empresas tienen operaciones en Chile, donde Éxito no está presente, además debemos considerar que Grupo Éxito tiene sus operaciones principales en Brasil y Colombia, donde las empresas comparables no desarrollan sus actividades principales, ni sus ingresos por actividades ordinarias son las representativas en estos países, considerando estos factores podemos entender el diferencial de Éxito respecto a su sector industrial, deduciendo que esto podría alterar el resultado de la valoración a través del método de valoración por múltiplos.

## 18. Conclusiones.

Estudiada y analizada toda la información disponible respecto a los estados financieros, análisis macroeconómico, proyecciones, etc., logramos determinar una valoración para Almacenes Éxito, a través de dos metodologías concluyendo que la empresa se encuentra subestimada.

La estrategia y modelo de negocios diversificado de Almacenes Éxito, que contempla la creación de marcas y procesos que le permiten adaptarse a las nuevas tendencias, requerimientos y segmentos de cliente, hace a esta empresa bastante atractiva para inversionistas de la industria del retail en Sudamérica.

La adquisición por parte de su actual controladora Sociedad Casino de Francia, amplió su presencia en el mercado abarcando más allá de Colombia, con la adquisición de filiales que expanden sus operaciones a través de Sudamérica en los países: Brasil, Uruguay y Argentina incrementando el riesgo no diversificable de su acción, hecho que se ve reflejado en el aumento del beta de la acción.

En 2015 se produjo un cambio estructural en la compañía, pasando de un financiamiento vía bonos y deuda bancaria a uno exclusivamente de deuda bancaria. Actualmente Éxito no tiene bonos emitidos en Colombia, manteniendo bonos en Brasil en moneda real, esto fue mencionado en el desarrollo de esta valoración, considerando que no es representativo del costo de deuda de la empresa.

Las operaciones en Brasil son principalmente en el segmento alimenticio y estas representan entre un 70 y 80% de los ingresos provenientes de las actividades ordinarias del Grupo Éxito.

Mediante la valoración a través del Método de Flujo de Caja Descontado podemos concluir que el precio de la acción observado estaría subestimado respecto al proyectado en un 7,57%.

Al realizar la valoración a través del Método de Valoración por Múltiplos, se selecciona a Cencosud y Falabella, siendo estos representativos del sector industrial a comparar, además de ser los principales competidores de Almacenes Éxito en Sudamérica dado su multiformato, venta online (e-commerce), presencia en varios países de Sudamérica, prestación de servicios financieros y otras características en común.

Al utilizar el ratio de Precio a Utilidad observamos que el valor de mercado de la acción de Éxito podría estar subvalorado con respecto a la industria, mostrándose una diferencia de -263%.

Para el caso de Enterprise Value to EBITDA, el valor de la acción de Éxito también mostraría una subvaloración con respecto a la industria de -15,46%, mismo resultado que en Enterprise Value to EBIT de -53,59%.

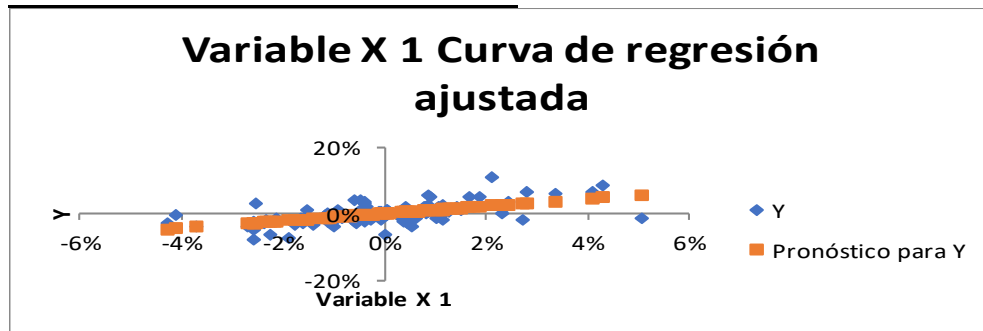
Al utilizar los múltiplos no basados en márgenes, la subvaloración del valor de la acción de Éxito con respecto a la industria es más alto, obteniendo -349,88% en Price to Book Equity, -784,88% en Value to Book Ratio, -667,03% en Price to Sales; y -759,89% en Enterprise Value to Sales ratio. En conclusión, esto resalta la necesidad de seleccionar las empresas de mayor similitud posible al utilizar la valoración por múltiplos para obtener valores que nos sean de utilidad y nos den información razonable, dado que, aunque Cencosud y Falabella comparten características comunes con Almacenes Éxito, también existen diferencias considerables tales como que Almacenes Éxito no opera en Chile, mientras que Cencosud y Falabella tienen sus operaciones principales en el país. Éxito tiene sus principales operaciones en Brasil y Colombia, donde los comparables utilizados como industria tienen operaciones de menor relevancia. En todos los ratios analizados obtenemos un resultado de subestimación del valor de la acción de Éxito con respecto a su industria.

## Anexos.

### 1. Regresiones

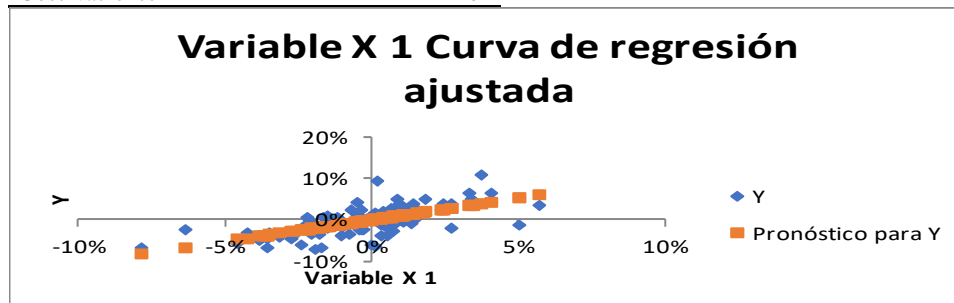
#### Beta de la acción 2014

Estadísticas de la Regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,602461607
Coefficiente de determinación $R^2$	0,362959987
$R^2$ ajustado	0,356775133
Error típico	0,024770735
Observaciones	105



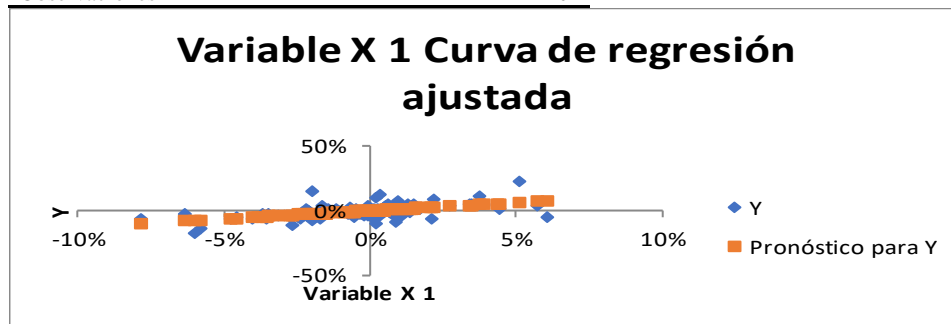
#### Beta de la Acción 2015

Estadísticas de la Regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,661765726
Coefficiente de determinación $R^2$	0,437933876
$R^2$ ajustado	0,432423423
Error típico	0,025537168
Observaciones	104



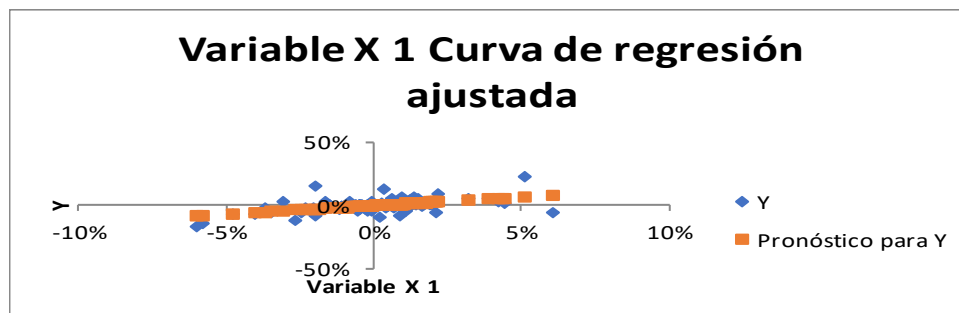
### Beta de la Acción 2016

Estadísticas de la Regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,569096789
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,323871155
R <sup>2</sup> ajustado	0,317242441
Error típico	0,045553203
Observaciones	104



### Beta de la Acción 2017

Estadísticas de la Regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,533706789
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,284842937
R <sup>2</sup> ajustado	0,277831593
Error típico	0,043025806
Observaciones	104



### Bibliografía.

- Finanzas Corporativas, teoría y práctica. Maqueira Villanueva Carlos. Editorial Thomson Reuters. Santiago de Chile, Chile. Enero de 2015.
- Fondo Monetario Internacional, Perspectivas para América Latina y el Caribe.
- <https://www.imf.org/es/News/Articles/2018/05/10/NA051118-Latin-America-and-Caribbean-Seizing-the-Momentum>
- <https://www.imf.org/es/Publications/REO/WH/Issues/2018/05/09/wreo0518>
- Banco Mundial Perspectivas Económicas mundiales.
- <http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>
- Aswath Damodaran, Información de Premios por riesgo y spreads por país.
- [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- Información financiera Grupo Éxito.
- <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>
- Listado de Emisores Bolsa de valores de Colombia
- <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>
- SVS, información financiera Cencosud y Falabella.
- <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93834000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAAavAAg&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90749000&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAA5SAAa&vig=VI&control=svs&pestanía=33>