

VALORACIÓN GRUPO ÉXITO S.A A TRAVÉS DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

LILIANA MESA ALVAREZ

ESTEFANY MENESES LEÓN

UNIVERSIDAD LA GRAN COLOMBIA

ESPECIALIZACIÓN GERENCIA FINANCIERA

BOGOTÁ

SEPTIEMBRE DEL 2017

Resumen

El presente artículo científico tiene como objetivo estimar el valor razonable de la acción del Grupo Éxito S.a. a través del uso de la valoración de empresas por el método de flujo descontado, para su desarrollo se realizó revisión de las tendencias del sector económico en los países de Argentina, Brasil, Colombia y Uruguay en donde el grupo éxito tiene presencia, análisis histórico de la información contable y financiera de los periodos 2011 al 2016, cálculo del flujo de caja libre descontado empleando supuestos fundamentales para proyección a 10 años; como resultado se evidencia que se presenta una desviación entre el valor fundamental de la empresa y su precio de mercado, el valor fundamental calculado es de COP 16.819 , mientras que la acción al cierre del 29 de Septiembre de 2017 se ubicó en COP 15.420., esto permite concluir que existe una variación de 8,68% a favor, por lo que se recomienda realizar compra de la acción.

PALABRAS CLAVES: Valoración de empresa, método de flujo descontado, Capital de trabajo neto operativo, valor de la empresa, modelo CAPM.

ABSTRACT

This scientific article aims to estimate the fair value of the action of the Éxito Group S.a. through the use of the valuation of companies by the discounted flow method, for its development was reviewed the trends of the economic sector in the countries of Argentina, Brazil, Colombia and Uruguay where the success group has presence, historical analysis of accounting and financial information for the periods 2011 to 2016, calculation of free cash flow discounted using key assumptions for projection to 10 years; as a result it is evident that there is a deviation between the fundamental value of the company and its market price, the fundamental value calculated is COP 16,819, while the stock at the close of September 29, 2017 was COP 15,420. this allows to conclude that there is a variation of 8.68% in favor, so it is recommended to buy the stock.

KEY WOORDS: Valuation, discounted cash flow method, KTNO , Enterprise Value, Capital Asset Pricing Model, EBITDA.

INTRODUCCIÓN

Grupo éxito es una empresa de retail ubicada dentro de las de mayor participación en el mercado colombiano en grandes superficies, que por su trayectoria tiene un nivel de penetración alto, acompañado de diversificación de servicios y canales, su estructura multiformato, alianzas y sinergias estratégicas le han permitido diversificar sus ingresos. Las adquisiciones realizadas en países como argentina y Brasil -países con condiciones económicas y políticas complejas, con recesiones económicas sostenidas, niveles de inflación de dos dígitos y polémicos escándalos políticos-, fueron muy cuestionadas por sus inversionistas, tras el anuncio de la adquisición la acción presento una caída del 17% durante los tres meses posteriores, desde esta fecha no ha vuelto al valor de mercado de oferta y demanda anterior.

En el presente documento inicia con la explicación de los antecedentes del grupo éxito haciendo un resumen del tipo de negocio, canales, servicios, marcas, países donde opera; un análisis de los indicadores de liquidez, endeudamiento, rentabilidad y las variaciones de rubros importantes. Un análisis del sector recopilando la situación económica particular de cada país, un análisis competitivo estableciendo la participación y las tendencias del mercado.

En el marco teórico se explican los pasos de la valoración de empresas, los métodos contables y de rentabilidad, y del modelo del CAPM, así como la referencia los autores que las señalan y que en nuestro concepto dan una definición más clara de los mismos.

La valoración cuenta con el detalle de los supuestos y las proyecciones de estados financieros, determinando el CAPEX asociados a los ingresos, la deuda financiera, el KTNO de

acuerdo a las rotaciones promedio de los históricos, el cálculo del WACC con una tasa de descuento que incorpora el riesgo país, el beta apalancado, la tasa de la deuda proyectada con tasa de la ponderación de deuda/equity proyectada, el riesgo de mercado y una devaluación asociada al costo de patrimonio en USD, así como un valor terminal y VPN del flujo neto con el deflactor para determinar el valor real de la tasa descuento.

Los autores del presente documento esperan incorporar los diferentes conceptos adquiridos en la especialización de gerencia financiera a la valoración realizada del Grupo éxito, determinando el valor fundamental en relación con su valor de mercado.

Para el estudio de los supuestos fundamentales, se realizó el análisis de los estados financieros consolidados de la empresa, dentro de los aspectos relevantes se encuentra: la tendencia de crecimiento de los ingresos de los últimos años estuvo dada por encima de la inflación por país, la estructura de deuda/equity aumento en el 2015, ya que la inversión en Brasil y Argentina represento cerca de 1.8 billones de pesos de los cuales el 98% fue deuda financiera, las inversiones de capex con una tendencia durante los últimos años de 70% referente a la reposición y un 30% a mantenimiento.

OBJETIVOS

Objetivo general

1. Estimar el valor razonable del Grupo Éxito utilizando la metodología del flujo de caja libre descontado.

Objetivos específicos

1. Identificar las bases y supuestos para desarrollar las proyecciones financieras.
2. Estimar el costo del capital (K_e) , el costo de la deuda y la tasa de descuento aplicable (WACC).
3. Comparar el valor fundamental obtenido frente al precio de mercado.

Antecedentes

El grupo éxito (anteriormente almacenes éxito) nace en el año 1949; actualmente con 58 años en el mercado ha adquirido y se ha fusionado con diversas empresas del sector (ver anexo **Hitos e historia**) dedicadas al comercio del retail , en la actualidad hace presencia a través de sus unidades de negocio y marcas en 4 países Colombia, Brasil, Uruguay y Argentina (éxito, 2017).

El grupo éxito, tiene como Matriz -la compañía Casino Guichard Perrachon (Francia), la cual posee participación accionaria del 55.30%. Actualmente grupo éxito cuenta con 106 subsidiarias que se encuentran segmentadas y distribuidas 17 en Colombia, 24 en Uruguay, 6 en Argentina y 59 en Brasil, las principales actividades desarrolladas son el Comercio, Textiles, Transporte, Inversión, Administrador inmobiliario, Sociedades de cartera, Servicios Financieros entre otros. (Ver anexo **subsidiarias**)

En Colombia cuenta con 1807 puntos en diferentes negocios como Éxito (líder del comercio al detal, la única en el país con estrategia multiformato: Hipermercados, Supermercados, Vecino, Express y Estaciones de Servicio), carulla (es la marca Premium), surtimax (Precios bajos y cercanía), Super Inter (alta calidad a precios económicos), Aliado Surtimax y Super Inter (crecimiento y el desarrollo de mini mercados y autoservicios). De acuerdo al informe de la cámara de comercio electrónico (2014) en el ranking de los sitios más visitados en la categoría retail Éxito.com se encontraba en el 7 puesto con 474 visitantes, y un porcentaje de alcance de 3.6%, sin duda alguna la estrategia de Marketplace amplía el portafolio de productos a través de su plataforma digital. Esta línea de negocio es promovida por las

preferencias de los usuarios por el uso de internet para la compra de bienes y servicios por su facilidad, menor tiempo y mejor comparabilidad

En Uruguay se posesionan con 65 puntos de venta y 14 Devoto Express en Montevideo, la adquisición del 100% de los Supermercados Devoto lo realizó el 10 de febrero del 2015.

En Brasil el Grupo Pão de Açúcar es el Retailer más grande en las líneas de alimentos, muebles, tecnología y electrodomésticos, y el segundo más grande en cash & carry y en comercio electrónico, cuentan con tiendas en 21 de los 27 estados brasileños, 1.891 tiendas que suman 2.8m² de área de ventas, más de 160,000 empleados, es el número uno en Alimentos y segundo en el comercio electrónico; el Grupo Éxito tiene sobre esta compañía el 18.8% de capital y el 50% de los derechos de voto. (Éxito, 2017).

En Argentina son: uno de los retailers líder de alimentos en la región de Córdoba, tercer actor comercial nacional inmobiliario con 145 mil m² de área comercial arrendable (líder en la Provincia) y el primero fuera de Buenos Aires, allí el Grupo Éxito tiene el 100% de participación. (Éxito, 2017). Dicha participación fue adquirida a través de la cadena libertad en el año 2015. Para ver **marcas y almacenes** destacadas por país ver Anexo.

El grupo éxito en el desarrollo de su actividad comercial, ha logrado la diversificación de ingresos mediante la variedad de líneas de negocio, ofreciendo productos y servicios para la satisfacción de las necesidades de las familias, a través de estrategias como Omni-Canal,

Proximidad, Convivencia y el E- Commerce, se ha logrado consolidar como uno de los líderes en las ventas retail, las líneas de negocio existente, (ver anexo Marcas- Líneas de negocios).

El grupo éxito a través del comercio al por mayor hace presencia con Surtimayorista con el formato cash and carry (pague y lleve), para aquellos que compran productos en altos volúmenes para venderlos o transformarlos.(èxito, 2017); el comercio directo lo realiza a través de canales y herramientas digitales como el Marketplace; En el negocio Inmobiliario se dedica a la creación y gestión de iniciativas inmobiliarias complementarias al retail; Tarjeta Éxito permite acceder a descuentos permanentes, hacer avances y comprar en diferentes establecimientos comerciales; viajes Éxito ofrece un completo portafolio de turismo vacacional a precios competitivos y con cobertura nacional; Seguros Éxito ofrece portafolios de productos y servicios de seguros; móvil Éxito ofrece servicios de telefonía celular; por último todohogar y Colormix son catálogos de productos textil, de limpieza y aseo con marcas propias y exclusivas. (èxito, 2017).

Una de las operaciones más destacadas de la compañía es la participación en el mercado Inmobiliario, ya que posiciona como número uno en Colombia con Viva Malls, los proyectos inmobiliarios son desarrollados, operados y comercializados por la Inmobiliaria Éxito, con el fin de ofrecer oportunidades de inversión y consumo, buscan impulsar negocios, visibilizar productos a través de la Construcción de centros comerciales, y administración de los inmuebles (Viva, 2014). El negocio inmobiliario en Argentina representa en 50% y 60% de la utilidad operacional, consolidándose como uno de los sectores de mayor impulso en el país. Su portafolio está compuesto por centros Comerciales 45%, Hipermercados y sus galerías comerciales 26%;

proyectos en desarrollo 29%, con un modelo dual de relación de mutuo beneficio para el retail y los socios comerciales a partir del tráfico de marcas Éxito y Carulla.

Indicadores operacionales y financieros

Para el análisis de los indicadores financieros, las cifras fueron tomadas de los estados financieros publicados por el grupo para los años 2011 al 2016 (Todas las cifras están expresadas en millones de pesos colombianos) ver anexo **Indicadores**.

Los indicadores de liquidez como la razón corriente se mantiene constante durante el 2011 al 2014, presentándose por encima de 1, a excepción del año 2015 que estuvo en 0.96; la prueba acida durante el año 2016 mejoro frente al 2015, aunque por debajo de del histórico del 2011 al 2014, lo que indica que los niveles de activo corriente fueron superiores al pasivo corriente, es decir, solides para pago de sus pasivos a corto plazo.

Los indicadores de endeudamiento muestran una estabilidad de concentración del endeudamiento de corto plazo durante los años 2011 al 2014. Para el año 2015 un aumento en el endeudamiento total debido a las adquisiciones en Brasil, y cuyo nivel de endeudamiento a corto plazo es alto.

Los indicadores de rentabilidad muestran estabilidad durante los años 2011 al 2014, para los márgenes netos y operacionales, mostrando eficiencia en la estructura de costos vs. Ingresos; así como control de los gastos no operacionales relacionados al nivel de endeudamiento de la compañía; para el año 2015- 2016, se muestra una variación en estos índices por la operación en Brasil, que en parte fue compensada por los resultados de Colombia, Argentina y Uruguay.

Los índices de eficiencias operacionales, se muestran un aumento en la rotación de proveedores, para el 2014 se tenía en promedio de 87 días, para el año 2015 y 2016 está en 127, dando mayor movilidad y apalancamiento con las cuentas por pagar para solventar flujo de caja, y una rotación de inventarios con un aumento de 52 a 71 días implicando un decremento en la gestión organizacional.

A continuación se muestra un histórico del Estado de resultados consolidado del grupo éxito desde el año 2011 a 2016 (información del 2014 al 2016 se encuentra expresada bajo normas internacionales, para la tabla de históricos del 2011 al 2013 se trasladaron las cifras de acuerdo al concepto utilizado bajo norma internacional).

Tabla 1

Histórico Estado de resultados.

	2016	%	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Ingresos por actividades ordinarias	51.639.433	100,00%	33.402.211	100,00%	10.484.822	100,00%	10.129.436	94,69%	9.705.414	94,88%	8.390.801	94,87%
Otros Ingresos		0,00%	-	0,00%	-	0,00%	567.525	5,31%	524.259	5,12%	453.909	5,13%
TOTAL INGRESOS	51.639.433	100,00%	33.402.211	100,00%	10.484.822	100,00%	10.696.961	100,00%	10.229.673	100,00%	8.844.710	100,00%
Costo de venta	- 39.099.555	-75,72%	- 25.147.776	-75,29%	- 7.855.400	-74,92%	- 7.854.807	-73,43%	- 7.559.872	-73,90%	- 6.610.665	-74,74%
GANANCIA BRUTA	12.539.878	24,28%	8.254.435	24,71%	2.629.422	25,08%	2.842.154	26,57%	2.669.801	26,10%	2.234.045	25,26%
Gstos de Distribucion	- 5.149.537	-9,97%	- 3.309.466	-9,91%	- 1.009.657	-9,63%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Gastos de administracion y ventas	- 615.103	-1,19%	- 517.471	-1,55%	- 198.829	-1,90%	- 981.588	-9,18%	- 932.455	-9,12%	- 822.024	-9,29%
Gastos de beneficios a empleados	- 4.771.428	-9,24%	- 2.922.013	-8,75%	- 803.649	-7,66%	- 928.540	-8,68%	- 878.621	-8,59%	- 669.037	-7,56%
Otros ingresos Operativos	24.957	0,05%	44.836	0,13%	13.985	0,13%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Otros Gastos Operativos	- 396.438	-0,77%	- 248.383	-0,74%	- 27.147	-0,26%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Otras Ganancias Netas	- 54.058	-0,10%	54.869	0,16%	1.192	0,01%	- 387.438	-3,62%	- 364.558	-3,56%	- 319.662	-3,61%
GANANCIAS POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	1.578.271	3,06%	1.356.807	4,06%	605.317	5,77%	544.588	5,09%	494.167	4,83%	423.322	4,79%
Ingresos Financieros	482.357	0,93%	1.224.071	3,66%	211.332	2,02%	161.368	1,51%	226.390	2,21%	164.537	1,86%
Gastos Financieros	- 1.744.110	-3,38%	- 1.628.308	-4,87%	- 154.970	-1,48%	- 81.807	-0,76%	- 139.972	-1,37%	- 157.771	-1,78%
Participacion en la ganancia metodo de participacion	63.752	0,12%	18.359	0,05%	30.104	0,29%	12	0,00%	533	0,01%	933	0,01%
Otros ingresos y gastos neto		0,00%	-	0,00%	-	0,00%	- 74.465	-0,70%	- 20.146	-0,20%	- 7.553	-0,09%
Interes minoritario		0,00%		0,00%		0,00%	- 1.872	-0,02%	- 2.118	-0,02%	- 566	-0,01%
GANANCIAS AI DE LAS OPERACIONAES CONTINUADAS	380.270	0,74%	970.929	2,91%	691.783	6,60%	547.824	5,12%	558.854	5,46%	422.902	4,78%
GASTOS POR IMPUESTOS	- 167.814	-0,32%	- 398.428	-1,19%	- 179.750	-1,71%	- 109.417	-1,02%	- 83.549	-0,82%	- 33.447	-0,38%
GANANCIA NETA DEL EJERCICIO	212.456	0,41%	572.501	1,71%	512.033	4,88%	438.407	4,10%	475.305	4,65%	389.455	4,40%

Fuente: Elaboración propia

El histórico de las ventas no muestra una constante para el año 2014 a 2015, se generó un aumento del 218%, el cual obedeció a la adquisición en Brasil y Argentina y la incorporación de su operación en los estados financieros, los costos de venta están en promedio para los años del análisis entre el 73,43% y el 75,72% , los gastos financieros para el año 2015 fueron del 4,87% en relación a las ventas lo que muestra una variación significativa ya que para los años anteriores oscilaban entre el 0,76% y el 1,48%, esto obedecido al alto pasivo de la compañía GPA en Brasil.

Rentabilidad

La rentabilidad de los activos y del patrimonio para el año 2015 muestra una disminución considerable explicada por el aumento de los activos y patrimonio del grupo (por la adquisición en Brasil y Argentina), y su participación en relación con la utilidad neta. Sin embargo para la propiedad planta y equipo del grupo, aumento para el 2015, al incorporar en sus estados financieros los activos de Brasil y Argentina.

Análisis del Sector

Colombia

La economía colombiana el año 2016 no fue tan prospera como se esperaba, según el análisis macroeconómico y sectorial elaborado por el banco de Occidente (2016), se refleja que el sector del comercio al por menor tuvo una desaceleración del 0.1% anual durante el tercer trimestre de 2016 comparado con el 4% del año anterior, la razón de esta disminución se atribuye al deterioro del consumo de los hogares colombianos, en términos globales en el sector se

observó un crecimiento bajo, en contraste el comercio retail ha tenido un avance significativo durante los últimos años; a través de estrategias como el comercio electrónico y pequeños formatos se han impulsado tendencias de consumo, (Agudelo, J 2016) Gerente Investigaciones Económicas en Renta Variable destaca en su artículo la evolución de la cobertura y acceso a internet, llegando actualmente al 95% de familias, lo que facilita y promueve el comercio electrónico.

Para el caso de América latina se evidencia un crecimiento global del empleo a población del 57% al 62%, convirtiéndose la región en una de las economías con mejor rendimiento de PIB, lo que atrae a los minoristas internacionales, en cuanto a la industria al por menor: *“entre 1991 y 2015 la clase media casi se ha triplicado, impulsando el crecimiento de esta industria desde el comienzo del siglo XX, además de llevar a un cambio en los patrones de consumo de las grandes cadenas a formatos más pequeños, formatos de conveniencia para competir contra las tiendas de barrio que venden productos de consumo diario”*. Agudelo (2016).

En Colombia las tendencias de consumo han incrementado con la estrategia de grandes descuentos y de conveniencia, expandiéndose rápidamente con la entrada de D1 (Valorem), Ara (Jerónimo Martins) y Oxxo (Walmex), para los minorista habituales como Grupo Éxito se ha evidenciado expansión en forma de tiendas de proximidad con su formato express, compitiendo contra las tiendas de barrio que representan casi el 50% de la industria al por menor en el país.

Brasil

Desde el año 2014 Brasil se encuentra en recesión económica, lo que ha llevado a la disminución del poder adquisitivo de los hogares, el incremento del endeudamiento del país (78% del PIB) y algunos temas políticos han provocado la pérdida de confianza en los inversionistas. Para el 2016 Brasil presentó un decrecimiento del 6,2% en las ventas minoristas en comparación con el 2015, los sectores más afectados en sus ventas al por menor, los muebles y electrodomésticos que dan una negativa del 12,6%, y los hipermercados, supermercados, productos alimenticios, bebidas y tabaco, que cayeron un 3,1%; así como la tasa de paro estaba sobre los 11 millones de personas, y se espera que para el 2017 lleguen a 12 millones. En relación al PIB, para el 2015 y 2016 cayó en un 3,8% y 3,3%, es decir una tendencia negativa, que se espera que para el 2017 pueda alcanzar entre el 0,2% y el 0,5%. (Banco Santander S.A, 2017).

Uruguay

Según datos del informe del Repositorio CEPAL (2016), la economía uruguaya sigue luchando contra los efectos de las recesiones de Argentina y Brasil, dicha desaceleración se ha producido por el estancamiento del consumo y de la inversión privada. Se ha evidenciado un aumento en la tasa de desempleo en el tercer trimestre que se situó en un 8%, es decir, un aumento de 0,6 puntos porcentuales comparados con el año anterior; Se espera que el PIB aumente un 0,4% al cierre de 2016 antes de alcanzar el 1,0% en 2017, lo que es un descenso de 0,2 puntos porcentuales respecto al pronóstico anterior. En cuanto a la inflación durante los primeros meses del año registró valores superiores a 10% (el valor máximo en 12 años),

posteriormente se estabilizo en un 8,5% en el mes de Octubre, cifra que superó la meta del Banco central del 3,0% -7,0%.. Se espera que la inflación se mantenga estable para el año 2017 en 8.8%.

Análisis Competitivo

En su estudio la firma Kantar Worldpanel (2016) muestra los canales de consumo preferidos por los hogares Colombianos durante el año 2015, donde las grandes cadenas representan el 18% de participación dentro del sector del Retail y se encuentran en el 3er puesto, los primeros los canales de autoservicio, seguido de las tiendas de barrio; mostrando así que el sector de retail y la población en Colombia está dado por los estratos 1 y 2 que son los que se abastecen en estos establecimientos.

Para enero de 2015 Business review américa latina, destaca las 10 mejores empresas de Retail a nivel de américa latina, estando en segundo lugar el grupo PÃO DE AÇÚCAR y en séptimo lugar vía varejo, esto indica que el sector retail sigue potenciando las ventas en Brasil. Dentro de la composición del ingreso del grupo por país Brasil GPA durante el 2015 represento el 60% de los ingresos del Grupo (éxito, 2017), Brasil cuenta con cuatro cadenas de retail dentro de las mejores de américa Latina, con GPA, CARREFOUR, WALMART y VIA VAREJO.

Marco Teórico

REFERENTES TEÓRICOS

VALORACION DE EMPRESAS.

Leon Garcia. (S.f) en su libro titulado el sistema de creación de valor nos da una concepto actual de la generación de valor de la compañía, teniendo en cuenta que el objetivo básico financiero es la maximización del patrimonio de los propietarios se hace necesario determinar el valor de la empresa para establecer si está aumentando o disminuyendo; dicho proceso consiste en la elaboración un modelo que a través de supuestos, decisiones y alternativas puedan tener efecto sobre el valor de la empresa, adicionalmente se emplea para determinar el incremento del MVA (Valor de mercado agregado, por sus siglas en ingles) en relación con el período anterior, emplearse para efectos de transacciones como venta, adquisición, fusión y capitalización, entre otras.

Según Leon Garcia, los pasos para la valoracion de empresas son:

1. La realización de un diagnóstico financiero y estratégico: permite determinar necesidades de reestructuración operativa o financiera necesarias para incrementar su valor, estos efectos se verán reflejadas en proyecciones financieras acorde a lo establecido en un Plan Financiero o de Desarrollo.
2. De las proyecciones financieras se extrae la información que permite determinar la estructura financiera adecuada de la empresa con la cual se obtiene su Costo de Capital,

estas proyecciones permiten estimar el flujo de caja libre (FVL) y el EVA (Valor económico agregado), el cual indica cuánto valor se crea con el capital invertido.

3. Por ultimo calcular el Valor de Continuidad, conocido también como valor residual, de Perpetuidad o valor terminal, el cual supone es el valor de la empresa en el futuro, resultado de crecimiento continuó a perpetuidad, dicho valor surge de las reestructuraciones operativas y financieras que se lleven a cabo de acuerdo con el Plan de Desarrollo que surge a partir del diagnóstico financiero y estratégico.

Pareja (2013) en su libro Decisiones de inversión: para la valoración financiera de proyectos y empresas. Nos señala los distintos metodos para la realizacion de la valoracion de empresas, los cuales se pueden clasificar en los contables y los relacionados a la rentabilidad, entre los metodos mas comunes encontramos:

1. Metodos contables: estan los valores en libro, valor con ajuste de activos netos, valor de reposicion y valor de liquidacion, son los mas faciles de aplicar pero no contienen variables o supuestos que pueden afectar el valor de la empresa.
 - 1.1. Valor en libros, toma el valor del patrimonio contable, los valores registrados pueden no ser acorde a los valores del mercado, no reflejan la capacidad de generar valor en el futuro.
 - 1.2. Ajuste en los activos netos: calcula el patrimonio ajustado basado en el calculo del valor comercial de los activos y pasivos, es muy similiar al metodo anerior, solo que reduce las distorciones.

- 1.3. Valor de reposición: se basa en calcular cuánto costaría al comprador crear una infraestructura productiva similar a la que se tienen, permite calcular de los aportes de los bienes a otra sociedad.
- 1.4. Valor de liquidación: calcula el valor de la empresa por el precio de venta de los activos, después de liquidada. Presume que la empresa no continúa operando, el resultado de suponer la venta de activos muchas veces da por debajo del valor comercial, incluso puede generar un menor valor que en libros.
2. Métodos de rentabilidad: tienen en cuenta la capacidad de que la empresa genere valor en el futuro.
 - 2.1. Valor en bolsa: para el cálculo del valor de la empresa se toma el número de acciones en circulación multiplicado por el precio de mercado de la acción. Aunque el cálculo a través de este método puede estar sesgado dado que muchas veces el valor de la acción no es razonable frente a la oferta y demanda de la misma.
 - 2.2. Múltiplos de empresas similares: calcula el valor a través de variables similares, a través de indicadores se establece un múltiplo, ejemplo:

$$\text{Múltiplo} = \text{Valor de la firma} / \text{indicador (ventas, utilidades, etc.)}$$

$$\text{Valor de la firma} = \text{múltiplo} * \text{indicador de la empresa a valorar.}$$
 - 2.3. Flujo de caja descontado: se realiza a través de la proyección de flujo de caja libre (FCL) traído al valor presente neto, con una tasa de descuento que por lo general corresponde a lo mínimo requerido por los accionistas.

Cruz, J., Navarro, J. y Corchuelo, J (2001, pg. 50) determinan que el objetivo principal de las entidades es crear valor para los accionistas y demás terceros relacionados, dicha creación de

valor está enfocada con la maximización de los recursos, es decir, la capacidad de generar flujos de caja futuros; existen distintos métodos de valoración entre los cuales están los contables, de mercado, de opciones reales y de flujo de caja descontado.

Los métodos contables se basan en dar a los activos el valor que se encuentra registrado en contabilidad (valor en libros y valor en libros ajustado); en los métodos de mercado encontramos el valor de mercado (valor de la acción x N° de acciones), valor por múltiplos (factores o variables con el mercado en empresas similares) ejemplo el EBITDA, valor de reposición (el precio del activo está determinado por el del mercado), valor de liquidación (es el valor total de los activos menos el pasivo); métodos de opciones reales realizan una comparación entre las opciones financieras, lo que permite ejecutar o no transacción, entre mantener o liquidar una inversión; y los métodos por flujo de caja descontado asumen que el valor de la compañía es la suma de los flujos futuros descontados a una tasa que representa el coste del dinero. Para determinar los flujos de caja descontado es necesario determinar:

1. El número de periodos a los que se van a proyectar los estados financieros y flujo de caja.
2. El valor residual es el valor presente los últimos periodos de proyección, es decir, representa los flujos que se han dejado de proyectar, en este sentido se tiene como premisa flujos de caja infinito, su cálculo se determina como la equivalencia entre una suma presente y suma con gradientes.
3. Tasa de descuento representa el costo del dinero a través del tiempo.

El modelo CAPM

Como lo señala (Prada, E. 2006) la valoración de empresas ha sido uno de los temas más desplegados entre los académicos de las finanzas, sin embargo, solo se ha aplicado en el ámbito contable desde que se iniciaron a elaborar modelos que emplearon información contable y económica. El modelo CAPM por sus siglas en inglés (modelo de equilibrio de activos financieros)- es uno de los ejemplos que permite relacionar lo financiero y lo contable, este se realiza a través de parámetros y datos del mercado, surge desde la información contable y termina realizando una valoración de la acción (desde el punto de vista de los accionistas) y una valoración de la empresa (desde el punto de vista del mercado);

El CAPM es un modelo de equilibrio que surge de la mejora de algunas teorías como la de Harry Markowitz que en 1952 estudió la rentabilidad de una cartera, la volatilidad y varianza, forma de reducción del riesgo, introdujo el concepto de beta, prima de riesgo etc, y analizo el modelo CML (Capital Market Line) (línea tangente trazada desde la rentabilidad del activo libre de riesgo hasta la región factible de las carteras de mercado en su frontera eficiente). (Prada, E, 2006).

El modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) por sus siglas en inglés, es un modelo de valoración de activos financieros desarrollado por William Sharpe, el cual permite estimar su rentabilidad esperada en función del riesgo sistemático (Almanera, C. 2005), está basado en el equilibrio de mercado donde la oferta y demanda de un activo son iguales, es decir, se desarrollan en un mercado de competencia perfecta que determina su precio, la rentabilidad está relacionada directamente proporcional al riesgo, es decir, a mayor riesgo mayor rentabilidad.

(Firacative, E. 2015) Menciona que “*el modelo CAPM fue propuesto casi simultáneamente por W. F. Sharpe (1963, 1964) y Treynor (1961) y desarrollado posteriormente por Mossin Jan Mossin (1966), John Lintner (1965a, 1965b) y Black (1972)*”, El modelo demuestra la relación riesgo- rentabilidad en función de la covarianza con el mercado y se basa en algunos supuesto, entre los cuales encontramos:

- Los inversionistas buscan la maximización de sus utilidades aunque de manera racional dado el riesgo de mercado.
- Los inversionistas tienen expectativas homogéneas sobre la rentabilidad de los activos que siguen una distribución normal multivariada, es decir, todos los inversores tienen las misma expectativas y tomaran las mismas decisiones en ciertas circunstancias, en el caso de portafolios la decisión de inversión será en aquel que genere una mayor rentabilidad.
- Los inversionistas no pueden influir de manera individual en los precios de mercado de tal manera que se garantice una frontera eficiente en el mercado, la frontera eficiente es definida por H. Markowitz como el lugar geométrico del espacio media-varianza, determinado por aquellas carteras que para un riesgo dado proporcionan un rendimiento máximo (La gran enciclopedia de Economía, 2006-2009)
- La distribución de probabilidad de las rentabilidades y las funciones de utilidad de los inversionistas se ajustan de tal manera que se dé el principio de separación en dos fondos. Dicho principio fue formulado por Irving Fisher a mediados de siglo XX, y establece la presencia de criterios objetivos en inversiones óptimas que maximicen la

riqueza, los tipos de fondo son la de inversionistas (maximizar su nivel de beneficio) o buscadores de financiación (consumo) (Sanchez, J. 2015)

- Existe un activo libre de riesgo tal que los inversionistas pueden prestar o pedir prestado cantidades ilimitadas a una tasa libre de riesgo, dichos activos son aquellos que tienen una muy baja probabilidad de no ser pagados y aseguran una rentabilidad fija.
- La cantidad de activos con riesgo están determinados como variable externa, es decir que la cantidad es fija, son negociables y fraccionables.
- Los mercados de activos no tienen fricción, el acceso a la información no tiene costo y está disponible de manera simultánea para todos los inversionistas.
- No hay imperfecciones en el mercado como impuestos, regulaciones ni restricciones para las ventas en corto.

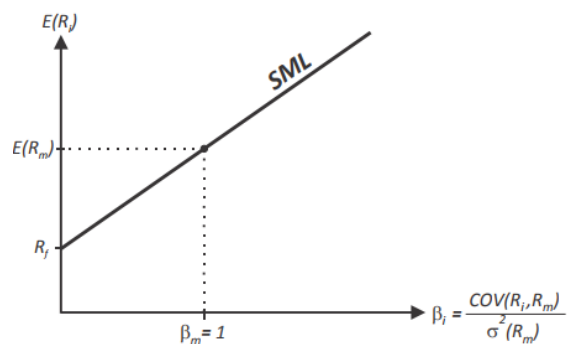
(Firacative, E. 2015) Nos señala las suposiciones propuestas por Sharpe y Treynor sobre el cual se desarrolla el modelo CAPM:

La rentabilidad esperada de un activo (R) es igual a la tasa libre de riesgo más una prima por el riesgo. La prima de riesgo es la diferencia entre la rentabilidad esperada de la cartera de inversión de mercado y la tasa libre de riesgo ($(R_m) - R_f$).

En tanto, la cantidad de riesgo, propia del activo i , y conocida como β i f está dado por la ecuación:

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

Representación gráfica del modelo CAPM



La línea de mercado de valores o SML (security market line, por sus siglas en inglés) muestran la relación entre riesgo y rentabilidad.

β corresponde a la porción del riesgo correlacionada con el riesgo general del mercado.

Figura 1: Representación gráfica del modelo CAPM. (Firacative, E. 2015)

Metodología

Para el desarrollo de la presente investigación se utilizó la metodología de valoración de empresas a través del método de flujo de caja descontado y modelo CAPM.

Variables macroeconómicas

Para la proyección de ventas y gastos de la compañía se tomará como referente los históricos y proyecciones de los principales indicadores macroeconómicos de cada uno de los países donde tiene presencia el grupo éxito, descritos en el informe LatinFocus Consensus Forecast - December 2016 (Ver anexo **variables macroeconómicas**).

Ventas

La proyección de Ventas Operacionales 2017-2027 del grupo éxito se realizará por país, teniendo en cuenta los segmentos de Alimentos y no alimentos para Colombia y Uruguay, en el caso de Brasil se le adiciona el segmento e-commerce y para Argentina se tendrá un valor general en ventas, para el resultado operacional por cada país se adicionaran otros ingresos que se representan en otras fuentes de operación. Ver anexo **Ventas por detalle segmentos**

Para la proyección de ventas se tomará como factor de crecimiento la suma de los indicadores macroeconómicos de la inflación y el porcentaje de crecimiento anual de la población.

Para los años 2017 y 2018 se incluyen como otros ingresos la proyección de venta de la tienda en construcción Parana, ya que se espera que la venta se perfeccione dentro de estos periodos, dato extraído de las notas a los estados financieros con corte a Diciembre de 2016.

Tabla 2

Indicadores macroeconómicos

	2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027
Economic Indicators 2011 - 2020 Colombia												
Crecimiento económico (PIB, variación anual en'	2,0%	2,5%	3,1%	3,4%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Inflación (IPC, var. Anual en%, eop)	5,9%	4,1%	3,6%	3,3%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Población (millones)	48,8	49,3	49,9	50,4	51,0	51,6	52,2	52,8	53,3	53,9	54,5	55,2
Crecimiento promedios por año poblacion	1,23%	1,01%	1,20%	0,99%	1,18%	1,14%	1,12%	1,13%	1,12%	1,12%	1,11%	1,12%
Economic Indicators 2011 - 2020 Uruguay												
Crecimiento económico (PIB, variación anual en'	0,4%	1,0%	1,6%	2,2%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Inflación (IPC, variación anual en%, eop)	8,8%	8,8%	7,8%	7,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Población (millones)	3,40	3,40	3,50	3,50	3,50	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Crecimiento promedios por año poblacion	0,00%	0,00%	2,86%	0,00%	0,00%	0,32%	0,35%	0,39%	0,44%	0,48%	0,54%	0,60%
Economic Indicators 2011 - 2020 Brasil												
Crecimiento económico (PIB, variación anual en'	-3,4%	0,8%	2,1%	2,7%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Inflación (IPC, variación anual en%, eop)	6,9%	5,0%	4,7%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Población (millones)	206	208	209	211	212	213,7	215,4	217,1	218,7	220,4	222,0	223,6
Crecimiento promedios por año poblacion	0,97%	0,96%	0,48%	0,95%	0,47%	0,81%	0,79%	0,77%	0,74%	0,77%	0,75%	0,73%
Economic Indicators 2011 - 2020 Argentina												
Crecimiento económico (PIB, variación anual en'	-2,2%	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Inflación (IPC, variación anual en%, eop)	40%	21%	15,6%	11%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%
Población (millones)	43,6	44,1	44,6	45,1	45,6	46,1	46,6	47,1	47,6	48,2	48,7	49,2
Crecimiento promedios por año poblacion	1,15%	1,13%	1,12%	1,11%	1,10%	1,09%	1,11%	1,10%	1,09%	1,11%	1,11%	1,10%
Inflacion mas crecimiento poblacion por pais												
Brasil	7,9%	6,0%	5,2%	5,4%	4,9%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,2%	5,1%	5,1%
Colombia	7,1%	5,1%	4,8%	4,3%	4,1%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Uruguay	8,8%	8,8%	10,7%	7,0%	6,1%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%
Argentina	41,3%	22,2%	16,7%	12,0%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%

Ventas	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Argentina	\$ 595.882	\$ 1.324.595	\$ 1.610.092	\$ 1.868.527	\$ 2.080.577	\$ 2.220.937	\$ 2.370.808	\$ 2.531.004	\$ 2.702.007	\$ 2.884.550	\$ 3.079.727	\$ 3.288.145	\$ 3.510.720
Brasil	18.794.012	36.182.414	38.443.313	40.362.946	42.414.306	44.403.866	46.580.223	48.857.745	51.240.408	53.732.227	56.355.326	59.099.412	61.969.105
Colombia	\$10.618.645	\$ 11.417.886	\$ 11.970.959	\$ 12.507.765	\$ 13.012.050	\$ 13.502.601	\$ 14.008.329	\$ 14.545.633	\$ 15.104.629	\$ 15.683.860	\$ 16.286.688	\$ 16.911.636	\$ 17.562.345
Uruguay	\$ 2.122.911	\$ 2.402.427	\$ 2.613.841	\$ 2.880.166	\$ 3.081.778	\$ 3.269.766	\$ 3.477.938	\$ 3.700.399	\$ 3.938.314	\$ 4.192.975	\$ 4.465.822	\$ 4.758.457	\$ 5.072.682
TOTAL VENTAS	\$32.131.450	\$ 51.327.322	\$ 54.638.204	\$ 57.619.404	\$ 60.588.710	\$ 63.397.170	\$ 66.437.298	\$ 69.634.780	\$ 72.985.358	\$ 76.493.612	\$ 80.187.562	\$ 84.057.650	\$ 88.114.853
Otros Ingresos			\$ 1.918.790	\$ 1.918.790									
TOTAL INGRESOS	\$32.131.450	\$ 51.327.322	\$ 56.556.994	\$ 59.538.194	\$ 60.588.710	\$ 63.397.170	\$ 66.437.298	\$ 69.634.780	\$ 72.985.358	\$ 76.493.612	\$ 80.187.562	\$ 84.057.650	\$ 88.114.853

Fuente: Recuperado de focus Economics S.L. Copyright 2017.

Estructuras de costos y gastos

Para las estimaciones de costos, los gastos de administración y ventas se promedió la participación histórica en relación con el ingreso por cada país, exceptuando los gastos

financieros que se proyectaron por el promedio durante los tres primeros años de 2017 a 2019, para los años siguientes se determinó bajar en un punto porcentual dado a los vencimientos de las obligaciones contraídas para la compra de la participación en Brasil.

Tabla 3

Estructura de gastos y costos por país

Participacion Costo / Ingresos	2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027
Brasil	77,0%	76,3%	76,3%	76,3%	76,3%	76,3%	76,3%	76,3%	76,3%	76,3%	76,3%	76,3%
Colombia	75,2%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%	75,4%
Uruguay	65,3%	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%
Argentina	63,8%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%

Participacion gastos admon y ventas / Ingresos	2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027
Brasil	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%
Colombia	19,6%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
Uruguay	27,1%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%
Argentina	32,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%

Costos	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Argentina	\$ 401.241	\$ 909.731	\$ 1.020.351	\$ 1.184.127	\$ 1.318.508	\$ 1.407.457	\$ 1.502.434	\$ 1.603.954	\$ 1.712.322	\$ 1.828.004	\$ 1.951.691	\$ 2.083.771	\$ 2.224.822
Brasil	\$ 23.228.459	\$ 28.050.093	\$ 29.340.982	\$ 30.806.098	\$ 32.371.752	\$ 33.890.238	\$ 35.551.293	\$ 37.289.560	\$ 39.108.073	\$ 41.009.897	\$ 43.011.918	\$ 45.106.278	\$ 47.296.506
Colombia	\$ 8.010.686	\$ 8.581.953	\$ 9.021.565	\$ 9.426.114	\$ 9.806.153	\$ 10.175.843	\$ 10.556.970	\$ 10.961.893	\$ 11.383.165	\$ 11.819.685	\$ 12.273.989	\$ 12.744.963	\$ 13.235.351
Uruguay	\$ 1.415.706	\$ 1.569.869	\$ 1.720.797	\$ 1.896.130	\$ 2.028.859	\$ 2.152.620	\$ 2.289.668	\$ 2.436.123	\$ 2.592.752	\$ 2.760.406	\$ 2.940.032	\$ 3.132.686	\$ 3.339.553
Costos Consolidados	\$ 33.056.092	\$ 39.111.646	\$ 41.103.696	\$ 43.312.469	\$ 45.525.272	\$ 47.626.158	\$ 49.900.364	\$ 52.291.529	\$ 54.796.312	\$ 57.417.991	\$ 60.177.629	\$ 63.067.698	\$ 66.096.232

Gastos Administrativos y ventas	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Argentina	\$ 192.454	\$ 460.880	\$ 503.263	\$ 584.041	\$ 650.321	\$ 694.194	\$ 741.038	\$ 791.110	\$ 844.560	\$ 901.618	\$ 962.624	\$ 1.027.768	\$ 1.097.338
Brasil	\$ 6.056.825	\$ 7.167.186	\$ 7.573.123	\$ 7.951.280	\$ 8.355.386	\$ 8.747.319	\$ 9.176.049	\$ 9.624.709	\$ 10.094.080	\$ 10.584.955	\$ 11.101.691	\$ 11.642.261	\$ 12.207.575
Colombia	\$ 2.012.300	\$ 2.240.838	\$ 2.280.826	\$ 2.383.104	\$ 2.479.185	\$ 2.572.650	\$ 2.669.006	\$ 2.771.379	\$ 2.877.884	\$ 2.988.245	\$ 3.103.102	\$ 3.222.173	\$ 3.346.153
Uruguay	\$ 616.796	\$ 651.931	\$ 729.498	\$ 803.827	\$ 860.095	\$ 912.561	\$ 970.660	\$ 1.032.747	\$ 1.099.146	\$ 1.170.220	\$ 1.246.369	\$ 1.328.041	\$ 1.415.738
Gastos de admon y ventas Consolidados	\$ 8.878.375	\$ 10.520.835	\$ 11.086.710	\$ 11.722.252	\$ 12.344.988	\$ 12.926.723	\$ 13.556.754	\$ 14.219.944	\$ 14.915.671	\$ 15.645.038	\$ 16.413.785	\$ 17.220.243	\$ 18.066.804

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ventas Consolidados Sin OI (pestaña Ventas x País)	54.638.204	57.619.404	60.588.710	63.397.170	66.437.298	69.634.780	72.985.358	76.493.612	80.187.562	84.057.650	88.114.853
Gastos Financieros/ Ingresos Financieros	1.242.766	1.310.575	1.378.113	633.972	664.373	696.348	729.854	764.936	801.876	840.577	881.149

Fuente: Elaboración propia

Para tener en cuenta en flujo de caja libre se realizó el cálculo por los años de vida útil de del detalle en las notas a los estados financieros de 2016 de los activos amortizables y sus respectivas depreciaciones - como partidas que no generan salidas efectivas de dinero, pero si forman parte del cálculo de las tasas impositivas- como se detallan a continuación:

Tabla 4*Cálculo amortizaciones y depreciaciones*

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Propiedades de Inversion											
PI Total	\$ 1.735.433	\$ 1.735.433	\$ 1.735.433	\$ 3.487.644	\$ 3.570.187	\$ 3.657.031	\$ 3.747.979	\$ 3.843.131	\$ 3.943.241	\$ 4.048.043	\$ 4.157.846
depreciacion	\$ (238.944)	\$ (381.036)	\$ (527.144)	\$ (677.073)	\$ (831.130)	\$ (989.529)	\$ (1.152.476)	\$ (1.320.180)	\$ (1.492.890)	\$ (1.670.840)	\$ (1.854.280)
PI Neto	\$ 1.496.489	\$ 1.354.397	\$ 1.208.289	\$ 2.810.571	\$ 2.739.056	\$ 2.667.501	\$ 2.595.502	\$ 2.522.951	\$ 2.450.352	\$ 2.377.203	\$ 2.303.566
Activos intangibles distintos a la plusvalia											
AI Total	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828
amortizacion	\$ (953.497)	\$ (1.268.589)	\$ (1.583.680)	\$ (1.898.772)	\$ (2.213.863)	\$ (2.528.954)	\$ (2.844.046)	\$ (3.159.137)	\$ (3.474.229)	\$ (3.789.320)	\$ (4.104.411)
AI Neto	\$ 5.348.331	\$ 5.033.239	\$ 4.718.148	\$ 4.403.056	\$ 4.087.965	\$ 3.772.874	\$ 3.457.782	\$ 3.142.691	\$ 2.827.599	\$ 2.512.508	\$ 2.197.417
Propiedad planta y equipo											
Total PPYE	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788
Total Deprec	\$ (6.662.981)	\$ (7.743.380)	\$ (8.751.234)	\$ (9.750.212)	\$ (10.749.190)	\$ (11.352.813)	\$ (11.870.326)	\$ (12.387.840)	\$ (12.905.354)	\$ (13.422.867)	\$ (13.940.381)
PPYE Neto	\$ 11.405.807	\$ 10.325.408	\$ 9.317.554	\$ 8.318.576	\$ 7.319.598	\$ 6.715.975	\$ 6.198.462	\$ 5.680.948	\$ 5.163.434	\$ 4.645.921	\$ 4.128.407

Fuente: Elaboración propia

El estado de resultados proyectado se detalla a continuación (la tasa impositiva manejada corresponde al promedio histórico del impuesto sobre la UAI para el año 2017, para el año 2018 y siguientes se tuvo en cuenta la disminución del porcentaje referente a la sobretasa del impuesto sobre la renta).

Tabla 5*Estado de resultados proyectado a 10 años*

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ventas	\$ 56.556.994	\$ 59.538.194	\$ 60.588.710	\$ 63.397.170	\$ 66.437.298	\$ 69.634.780	\$ 72.985.358	\$ 76.493.612	\$ 80.187.562	\$ 84.057.650	\$ 88.114.853
Costos de ventas efectivos	\$ 41.103.696	\$ 43.312.469	\$ 45.525.272	\$ 47.626.158	\$ 49.900.364	\$ 52.291.529	\$ 54.796.312	\$ 57.417.991	\$ 60.177.629	\$ 63.067.698	\$ 66.096.232
Gastos operacionales efectiv	\$ 12.329.476	\$ 13.032.827	\$ 13.723.101	\$ 13.560.695	\$ 14.221.127	\$ 14.916.292	\$ 15.645.525	\$ 16.409.974	\$ 17.215.661	\$ 18.060.820	\$ 18.947.952
EBITDA	\$ 3.123.822	\$ 3.192.898	\$ 1.340.337	\$ 2.210.317	\$ 2.315.807	\$ 2.426.959	\$ 2.543.521	\$ 2.665.647	\$ 2.794.272	\$ 2.929.132	\$ 3.070.669
Depreciación	\$ 1.512.674	\$ 1.537.582	\$ 1.469.053	\$ 1.464.000	\$ 1.468.127	\$ 1.077.113	\$ 995.551	\$ 1.000.309	\$ 1.005.315	\$ 1.010.555	\$ 1.016.045
Utilidad operacional	\$ 1.611.148	\$ 1.655.316	\$ (128.716)	\$ 746.318	\$ 847.680	\$ 1.349.846	\$ 1.547.970	\$ 1.665.338	\$ 1.788.957	\$ 1.918.578	\$ 2.054.624
Impuestos operacionales	\$ 686.075	\$ 655.224	\$ (45.801)	\$ 265.562	\$ 301.630	\$ 480.315	\$ 550.814	\$ 592.577	\$ 636.564	\$ 682.687	\$ 731.096
Utilidad neta operacional	\$ 925.073	\$ 1.000.093	\$ (82.915)	\$ 480.755	\$ 546.050	\$ 869.530	\$ 997.156	\$ 1.072.761	\$ 1.152.393	\$ 1.235.890	\$ 1.323.527
Margen Neto	1.64%	1.68%	-0.14%	0.76%	0.82%	1.25%	1.37%	1.40%	1.44%	1.47%	1.50%

Fuente: Elaboración propia

KTNO

El KTNO se determinó de acuerdo a la proyección del estado de situación financiera, calculando las tasas de rotación para los rubros que determinan el capital de trabajo y determinado las salidas e ingresos históricos, contemplando un flujo de caja operativo.

Tabla 6

Cálculo KTNO

Flujo de Caja	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	\$ 3,123,822	\$ 3,192,898	\$ 1,340,337	\$ 2,210,317	\$ 2,315,807	\$ 2,426,959	\$ 2,543,521	\$ 2,665,647	\$ 2,794,272	\$ 2,929,132	\$ 3,070,669
▲ Capital de Trabajo	\$ 25,720	\$ 59,714	\$ 61,502	\$ 59,425	\$ 64,330	\$ 67,541	\$ 70,638	\$ 73,808	\$ 77,587	\$ 81,104	\$ 84,825
Flujo de Caja Operativo	\$ 2,463,468	\$ 2,597,389	\$ 1,447,641	\$ 2,004,180	\$ 2,078,507	\$ 2,014,185	\$ 2,063,345	\$ 2,146,878	\$ 2,235,294	\$ 2,327,549	\$ 2,424,397
CAPEX	\$ (1,514,854)	\$ (1,595,454)	\$ (1,675,770)	\$ (1,752,211)	\$ (1,834,754)	\$ (1,921,598)	\$ (2,012,546)	\$ (2,107,698)	\$ (2,207,808)	\$ (2,312,610)	\$ (2,422,413)
Flujo de Caja Libre	\$ 948,614	\$ 1,001,935	\$ (228,129)	\$ 251,969	\$ 243,754	\$ 92,587	\$ 50,800	\$ 39,179	\$ 27,485	\$ 14,939	\$ 1,984
Flujo de Caja Financiero	\$ 2,259,493	\$ 244,471	\$ 961,587	\$ (356,195)	\$ (273,536)	\$ (351,679)	\$ (335,481)	\$ (301,193)	\$ (276,958)	\$ (261,014)	\$ (251,683)
dividendos	\$ (21,771)	\$ (94,795)	\$ (102,482)	\$ 8,497	\$ (49,264)	\$ (55,955)	\$ (89,103)	\$ (102,182)	\$ (109,929)	\$ (118,089)	\$ (126,645)
Flujo de Caja Neto	\$ 2,237,722	\$ 149,676	\$ 859,105	\$ (347,698)	\$ (322,800)	\$ (407,634)	\$ (424,585)	\$ (403,375)	\$ (386,887)	\$ (379,103)	\$ (378,328)
Flujo de Caja Inicial	\$ -	\$ 2,237,722	\$ 2,482,193	\$ 3,443,780	\$ 3,087,585	\$ 2,814,050	\$ 2,462,371	\$ 2,126,890	\$ 1,825,697	\$ 1,548,739	\$ 1,287,725
Flujo de Caja Final	\$ 2,237,722	\$ 2,482,193	\$ 3,443,780	\$ 3,087,585	\$ 2,814,050	\$ 2,462,371	\$ 2,126,890	\$ 1,825,697	\$ 1,548,739	\$ 1,287,725	\$ 1,036,042

Fuente: Elaboración propia

CAPEX- Inversiones en activos fijos

La proyección de inversiones y reposición de activos fijos se realizará teniendo en cuenta la participación de CAPEX de los resultados operacionales del año 2016 frente a los ingresos por cada país, ya que no se cuenta con mucha información acerca de las futuras inversiones. Según datos del informe del Cuarto Trimestre del 2016, las inversiones realizadas corresponden a Expansión y Mantenimiento en un 70% y 30% respectivamente.

Tabla 7

Cálculo Capex por país

Capex por país	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Argentina	\$ 46.195	\$ 53.610	\$ 59.694	\$ 63.721	\$ 68.021	\$ 72.617	\$ 77.523	\$ 82.760	\$ 88.360	\$ 94.340	\$ 100.726
Capex Mantenimiento	\$ 13.858	\$ 16.083	\$ 17.908	\$ 19.116	\$ 20.406	\$ 21.785	\$ 23.257	\$ 24.828	\$ 26.508	\$ 28.302	\$ 30.218
Capex Reposicion	\$ 32.336	\$ 37.527	\$ 41.785	\$ 44.604	\$ 47.614	\$ 50.832	\$ 54.266	\$ 57.932	\$ 61.852	\$ 66.038	\$ 70.508
Brasil	\$ 1.431.179	\$ 1.502.644	\$ 1.579.013	\$ 1.653.080	\$ 1.734.103	\$ 1.818.891	\$ 1.907.593	\$ 2.000.359	\$ 2.098.013	\$ 2.200.171	\$ 2.307.004
Capex Mantenimiento	\$ 429.354	\$ 450.793	\$ 473.704	\$ 495.924	\$ 520.231	\$ 545.667	\$ 572.278	\$ 600.108	\$ 629.404	\$ 660.051	\$ 692.101
Capex Reposicion	\$ 1.001.825	\$ 1.051.851	\$ 1.105.309	\$ 1.157.156	\$ 1.213.872	\$ 1.273.224	\$ 1.335.315	\$ 1.400.252	\$ 1.468.609	\$ 1.540.119	\$ 1.614.903
Colombia	\$ 590.820	\$ 617.313	\$ 642.202	\$ 666.413	\$ 691.373	\$ 717.891	\$ 745.480	\$ 774.068	\$ 803.820	\$ 834.664	\$ 866.779
Capex Mantenimiento	\$ 177.246	\$ 185.194	\$ 192.661	\$ 199.924	\$ 207.412	\$ 215.367	\$ 223.644	\$ 232.220	\$ 241.146	\$ 250.399	\$ 260.034
Capex Reposicion	\$ 413.574	\$ 432.119	\$ 449.541	\$ 466.489	\$ 483.961	\$ 502.524	\$ 521.836	\$ 541.847	\$ 562.674	\$ 584.265	\$ 606.745
Uruguay	\$ 95.883	\$ 105.653	\$ 113.049	\$ 119.945	\$ 127.581	\$ 135.741	\$ 144.469	\$ 153.811	\$ 163.819	\$ 174.554	\$ 186.081
Capex Mantenimiento	\$ 28.765	\$ 31.696	\$ 33.915	\$ 35.983	\$ 38.274	\$ 40.722	\$ 43.341	\$ 46.143	\$ 49.146	\$ 52.366	\$ 55.824
Capex Reposicion	\$ 67.118	\$ 73.957	\$ 79.134	\$ 83.961	\$ 89.307	\$ 95.019	\$ 101.128	\$ 107.667	\$ 114.674	\$ 122.188	\$ 130.257

Fuente: Elaboración propia

Flujo De Caja Libre

Para la proyección de flujo de caja libre se tuvo en cuenta las partidas de EBITDA, impuestos operacionales, flujo de caja financiero, requerimiento KTNO y CAPEX.

Tabla 8

Cálculo Flujo de caja libre

Flujo de Caja	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	\$ 3.123.822	\$ 3.192.898	\$ 1.340.337	\$ 2.210.317	\$ 2.315.807	\$ 2.426.959	\$ 2.543.521	\$ 2.665.647	\$ 2.794.272	\$ 2.929.132	\$ 3.070.669
Δ Capital de Trabajo	\$ 25.720	\$ 59.714	\$ 61.502	\$ 59.425	\$ 64.330	\$ 67.541	\$ 70.638	\$ 73.808	\$ 77.587	\$ 81.104	\$ 84.825
Flujo de Caja Operativo	\$ 2.463.468	\$ 2.597.389	\$ 1.447.641	\$ 2.004.180	\$ 2.078.507	\$ 2.014.185	\$ 2.063.345	\$ 2.146.878	\$ 2.235.294	\$ 2.327.549	\$ 2.424.397
CAPEX	\$ (1.514.854)	\$ (1.595.454)	\$ (1.675.770)	\$ (1.752.211)	\$ (1.834.754)	\$ (1.921.598)	\$ (2.012.546)	\$ (2.107.698)	\$ (2.207.808)	\$ (2.312.610)	\$ (2.422.413)
Flujo de Caja Libre	\$ 948.614	\$ 1.001.935	\$ (228.129)	\$ 251.969	\$ 243.754	\$ 92.587	\$ 50.800	\$ 39.179	\$ 27.485	\$ 14.939	\$ 1.984
Flujo de Caja Financiero	\$ 2.259.493	\$ 244.471	\$ 961.587	\$ (356.195)	\$ (273.536)	\$ (351.679)	\$ (335.481)	\$ (301.193)	\$ (276.958)	\$ (261.014)	\$ (251.683)
dividendos	\$ (21.771)	\$ (94.795)	\$ (102.482)	\$ 8.497	\$ (49.264)	\$ (55.955)	\$ (89.103)	\$ (102.182)	\$ (109.929)	\$ (118.089)	\$ (126.645)
Flujo de Caja Neto	\$ 2.237.722	\$ 149.676	\$ 859.105	\$ (347.698)	\$ (322.800)	\$ (407.634)	\$ (424.585)	\$ (403.375)	\$ (386.887)	\$ (379.103)	\$ (378.328)
Flujo de Caja Inicial	\$ -	\$ 2.237.722	\$ 2.482.193	\$ 3.443.790	\$ 3.087.585	\$ 2.814.050	\$ 2.462.371	\$ 2.126.890	\$ 1.825.697	\$ 1.548.739	\$ 1.287.725
Flujo de Caja Final	\$ 2.237.722	\$ 2.482.193	\$ 3.443.790	\$ 3.087.585	\$ 2.814.050	\$ 2.462.371	\$ 2.126.890	\$ 1.825.697	\$ 1.548.739	\$ 1.287.725	\$ 1.036.042

Fuente: Elaboración propia

WACC

Para el cálculo del Valor Presente Neto se tuvieron en cuenta los siguientes parámetros:

Para el descuento del flujo de caja libre, se utilizó como tasa descuento el promedio ponderado entre el costo de capital y el costo de la deuda WACC. Esta tasa asume que existen dos formas de financiar la operación del contrato: (i) Deuda, y (ii) la inyección de capital.

El costo de la deuda es la tasa a la cual Éxito está en capacidad de adquirir obligaciones financieras, mientras que el costo de capital, es la tasa que exigiría un inversionista por destinar sus recursos en la compañía y no en otras posibilidades que ofrece la economía.

Para el cálculo del costo de la deuda se tomó como la participación de los gastos por intereses financieros dentro de la deuda a corto y largo plazo, y de acuerdo a ello se estimó el porcentaje de tasa.

Ahora bien, para el cálculo del costo de capital (K_e) se utiliza el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), el cual plantea que el retorno mínimo que debe exigir un inversionista debe ser igual a:

US Treasuries: rendimiento de los bonos del tesoro americano, considerados como rendimientos sin riesgo, el cual se estima como el promedio de rendimientos de estos bonos reportados mensualmente, durante los últimos diez años.

EMBI: Riesgo país, se determinó por país de acuerdo a lo contemplado por Damodaran, se realizó un promedio ponderado de acuerdo a la participación de ingresos.

Beta apalancado El cual mide la variación en el rendimiento de un activo en función de las variaciones producidas en el rendimiento del mercado, ajustado al riesgo intrínseco de la empresa generado por el apalancamiento financiero.

β : Beta del sector , el cual mide la sensibilidad de los retornos del sector, frente a cambios en los retornos de un portafolio de mercado diversificado, y se calcula a partir de una regresión lineal entre los retornos del mercado (R_m) contra los retornos del sector (R_s) y el cual fue tomado de la página de internet de Swath Damodaran y que es equivalente a 0.80, perteneciente al sector de Retail (General).

E (R_m) : Prima de riesgo del mercado: se determinó c basada en el promedio de la media aritmética y geométrica de los t-bonds.

Tabla 9

Cálculo WACC

WACC	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Treasuries 10 Años	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%	4.94%
Riesgo País (Rc)	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%	3.98%
Tasa Libre de Riesgo en Dólares	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%
Prima de Riesgo de Mercado (Rm)	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%
Beta Apalancado (BI)											
Beta del Sector (Bu)	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
Relación Deuda / Equity	0.45	0.39	0.35	0.31	0.28	0.26	0.23	0.21	0.19	0.18	0.16
Beta Apalancado (BI)	1.09	1.07	1.06	1.04	1.02	1.01	0.99	0.98	0.97	0.96	0.95
Costo del Patrimonio (Ke) en USD Nominales	14.9%	14.7%	14.7%	14.6%	14.5%	14.4%	14.3%	14.2%	14.2%	14.1%	14.1%
Devaluación	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%
Costo del Patrimonio (Ke) en COP Nominales	19.06%	18.93%	18.88%	18.76%	18.66%	18.57%	18.50%	18.43%	18.37%	18.32%	18.27%
Tasa de interes	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%
Spread	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Costo Financiero COP	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%
WACC	16.62%	16.77%	16.90%	16.96%	17.02%	17.08%	17.13%	17.17%	17.21%	17.25%	17.29%
WACC + Prima [x]											
Deuda	31.2%	28.0%	25.9%	23.9%	22.1%	20.4%	18.8%	17.4%	16.2%	15.0%	14.0%
Patrimonio	68.8%	72.0%	74.1%	76.1%	77.9%	79.6%	81.2%	82.6%	83.8%	85.0%	86.0%
WACC Promedio	17.04%										

Fuente: Elaboración propia

Cálculo del valor terminal

Basados en lo anterior, a continuación, se presenta la valoración para el escenario planteado dentro de la proyección financiera. A partir del Enterprise Value, se le restaran los pasivos financieros y se adicionan los excedentes de liquidez con el fin de obtener el Equity Value de la compañía

Tabla 10

Cálculo Valor terminal

Valoracion	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	3,123,822	3,192,898	1,340,337	2,210,317	2,315,807	2,426,959	2,543,521	2,665,647	2,794,272	2,929,132	3,070,669
FCL	2,237,722	2,482,193	3,443,780	3,087,585	2,814,050	2,462,371	2,126,890	1,825,697	1,548,739	1,287,725	1,036,042
Tasa de Descuento	17.0%										
Grad. Real	0.0%										
Grad. Nominal	3.0%										
Valor Terminal											7,602,278
Deflactor	1.17	1.37	1.60	1.88	2.20	2.57	3.01	3.52	4.12	4.82	5.64
Flujo Deflactado	1,911,980	1,812,133	2,148,162	1,645,614	1,281,498	958,113	707,108	518,617	375,901	267,052	183,581
Vr Terminal Deflactado										-	1,347,079
VP FCL 2017-2027	11,809,757										
Valor Terminal	1,347,079										
Enterprise Value	13,156,837										
(-) Pasivos Financieros	9,958,704										
(+) Excedentes de Liquidez	4,330,168										
Equity Value	7,528,301										
Nro acciones en circulación (mcop)	448										
Valor Accion	16,819										

Fuente: Elaboración propia

Cálculo del valor por acción

Teniendo en cuenta el Enterprise Value (Valor presente de los flujos de caja descontados al WACC), deuda financiera y número de acciones en circulación del grupo éxito se determinó que al día de hoy la acción del grupo éxito desde la valoración está en COP16.819.

Comparación valor fundamental vs valor de la acción.

El valor fundamental calculado es de COP 16.819, mientras que la acción al cierre del 29 de Septiembre de 2017 se ubicó en COP 15.420, esto permite concluir que existe una variación de 8,68% a favor, por lo que se recomienda realizar compra de la acción.

En la siguiente figura se muestra el histórico y evolución del valor de la acción del grupo éxito desde el año 2014 al 2017:

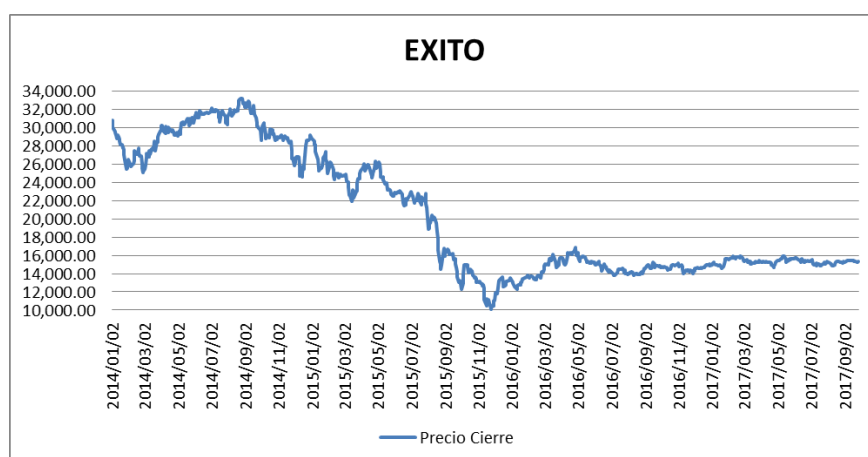


Figura 2: Histórico valor acción grupo éxito

Como se puede evidenciar el precio de la acción ha tenido una variación significativa el 20 de agosto de 2014 logro estar en su máximo \$32.500 desde allí se empieza a caer el valor dada las adquisiciones en Brasil y argentina, países con condiciones económicas y políticas complejas, con recesiones económicas sostenidas, niveles de inflación de dos dígitos y polémicos escándalos políticos-, fueron muy cuestionadas por sus inversionistas, tras el anuncio de la adquisición la acción presento una caída del 17% durante los tres meses posteriores, desde esta fecha no ha vuelto al valor de mercado de oferta y demanda anterior.

CONCLUSIONES

1. El valor fundamental calculado es de COP 16.819, mientras que la acción al cierre del 29 de Septiembre de 2017 se ubicó en COP 15.420 existe una variación de 8,68% a favor, por lo que se recomienda realizar compra de la acción.
2. El valor fundamental está calculado bajo un escenario conservador, con los supuestos de que la compañía en la perpetuidad crecerá en un 3% que obedece al rango de la meta inflacionaria del banco de la república, considerando que los pronósticos de la compañía para cada país está el crecimiento por encima de la inflación.
3. De acuerdo a la estructura de deuda/equity (alta por el endeudamiento por la adquisición de Brasil y Argentina) se estimó una tasa libre de riesgo con la ponderación del riesgo país de Brasil, Argentina, Uruguay y Colombia de acuerdo a la participación de los ingresos, así como, una prima de riesgo basada en el promedio de la media aritmética y geométrica de los t-bonds, consideramos que se debe incorporar una tasa que se asocie al riesgo de la deuda.
4. Teniendo en cuenta los resultados operacionales del año 2016 se evidencia un incremento significativo en las ventas en Brasil, aunque en las proyecciones realizadas se estableció un crecimiento conservador, se podría pensar que dicho país tendría una dinámica importante y significativa que incida en los ingresos operacionales de la compañía, si se lograrán cumplir con las proyecciones establecidas por el grupo éxito al cierre de 2017.

Bibliografía y/o referencias a fuentes

Agudelo J. (2016). *Comercio electrónico y pequeños formatos serán la norma para el sector*

Retail. Recuperado el 17 de febrero 2017, de

<https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/actualidad-economica-sectorial/comercio-electronico-pequenos-formatos-seran-norma-para-sector-retail>

Almanera Juste, C. (2005). *Economipedia*. Recuperado el 25 de 09 de 2017, de

<http://economipedia.com/definiciones/modelo-valoracion-activos-financieros-capm.html>

Banco de occidente (Diciembre, 2016), *Análisis macroeconómico y sectorial: coyuntura y*

perspectivas. Recuperado el 16 de Febrero de 2017.

<https://www.bancodeoccidente.com.co/wps/wcm/connect/banco-occidente/f8411dc4-0d99-47aa-956e-6b9074920976/informe-especial-banco-occidente-2016.pdf?mod=ajperes>

Banco Santander S.A (2017). Recuperado el 17 de febrero de 2017, de

https://es.portal.santandertrade.com/analizar-mercados/brasil/politica-y-economia?&actualiser_id_banque=oui&id_banque=12&memoriser_choix=memoriser

Business Review America Latina (2016). *Las 10 mejores empresas de america latina*.

Recuperado el 16 de Febrero de 2017,

<http://www.businessreviewamericalatina.com/top10/1253/Las-10-mejores-empresas-de-retail-en-Amrica-Latina>

Cámara Colombiana de Comercio Electrónico (Abril, 2014). *Informe Cámara Colombiana de Comercio Electrónico*. Recuperado el 16 de Febrero de 2017.

<http://ccce.org.co/sites/default/files/biblioteca/REPORTE%20CCCE%20COMSCORE%20abril%202014.pdf>

Cruz, J. S., Navarro, J. V., & Corchuelo, J. S. R. (2001). *Finanzas Corporativas: Valoración, política de financiamiento y riesgo*. International Thomson Editores.

DANE (2016). *Encuesta Mensual de Comercio al por menor y Comercio de Vehículos EMCM*.

Recuperado el 16 de Febrero de 2017, <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/comercio-interno/encuesta-emcm/>

El heraldo (28 Noviembre 2013). *Surtimax, el nuevo aliado de las tiendas de barrio*. Recuperado el 16 de Febrero de 2017. <http://www.elheraldo.co/economia/surtimax-el-nuevo-aliado-de-las-tiendas-de-barrio-133935>

EL OBSERVADOR. *Colombiano Grupo Éxito compró la totalidad de acciones de Devoto*.

Recuperado el 17 de febrero de 2017. <http://www.elobservador.com.uy/colombiano-grupo-exito-compro-la-totalidad-acciones-devoto-n299519>.

El tiempo (1996). *Cadenalco, una historia de alianzas*. Recuperado el 16 de Febrero de 2017

<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-289072>

EL TIEMPO. *Aprobados los negocios del Éxito en Brasil y Argentina*. Recuperado el 17 de

febrero de 2017. <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-16251417>

GRUPO BANCOLOMBIA (2016). *Entorno Empresarial* Recuperado el 17 de febrero 2017.

<http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/entorno-empresarial/actualidad-economica-sectorial/comercio-electronico-pequenos-formatos-seran-norma-para-sector-retail>

Firacative Roper, E. F. (2015). Recuperado el 25 de 09 de 2017, de

<http://www.bdigital.unal.edu.co/46708/1/08940849.2015.pdf>

Focus Economics S.L. (2017). *Latin Focus consensus Forescast, 14 Febrero 2017* [Tabla].

Recuperado de <https://www.focus-economics.com/online-store/products/annual-subscription/latin-america>

Grupo Éxito. (s.f.). *Informe gobierno corporativo 2015*. Recuperado el 12 de Febrero de 2017,

de <https://www.grupoexito.com.co/images/accionistas/fondos/informe-gobierno-corporativo-2015.pdf>

Grupo Éxito (2015). *Resultados Financieros 4T15*. Recuperado el 12 de Febrero de 2017, de

<https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2015/14-4Q15-Webcast-presentacionesp.pdf>

Grupo Éxito (2015). *Informe de sostenibilidad 2015*. Recuperado el 12 de Febrero de 2017,

<https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/informes-sostenibilidad/informe-de-sostenibilidad-2015.pdf>

Grupo Éxito, (2016). 3T16 *Resultados Financieros*. Recuperado el 12 de Febrero de 2017, de <https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/presentacion-de-resultados-3t16.pdf>

Grupo Éxito (2016). *Estructura empresarial grupo exito*. Recuperado el 16 de Febrero de 2017, https://www.grupoexito.com.co/files/inversionistas/pdf/Estructura_Empresarial.pdf

Grupo Éxito (2017). *Negocios y marcas*. Recuperado el 12 de Febrero de 2017, de <https://www.grupoexito.com.co/es/nosotros/negocios-y-marcas/colombia>.

Grupo Éxito (2016). *exito.com entra al negocio de Marketplace y sigue liderando el e-commerce en Colombia*. Recuperado el 16 de Febrero de 2017. <https://www.grupoexito.com.co/es/sala-de-prensa/noticias/exito-com-entra-al-negocio-de-marketplace-y-sigue-liderando-el-e-commerce-en-colombia>

Grupo Éxito (2016). *Presentación corporativa 2016*. Recuperado el 16 de Febrero de 2017 https://www.grupoexito.com.co/files/inversionistas/pdf/Presentaciones_Corporativas/Presntacion_Corporativa_2016.pdf

Grupo Éxito (2017). *Historia grupo exito*. Recuperado el 16 de Febrero de 2017, <https://www.grupoexito.com.co/es/nosotros/historia>

Kantar WorldPanel (2016). *¿Quiénes son los canales preferidos por los hogares?*. Recuperado el 12 de Febrero de 2017- de <https://www.kantarworldpanel.com/co/Noticias/Quines-son-los-canales-preferidos-por-los-hogares>.

La gran enciclopedia de Economía. (2006-2009). *economia48.com*. Recuperado el 25 de 09 de 2017, de <http://www.economia48.com/spa/d/frontera-eficiente/frontera-eficiente.htm>

Leon Garcia, O. (s.f.). *El sistema de creacion de valor*. Recuperado el 5 de 07 de 2017, de <http://www.oscarleongarcia.com/capitulos/cap1val.pdf>

Pareja, I. A. V. (2013). *Decisiones de inversión: para la valoración financiera de proyectos y empresas*. Pontificia Universidad Javeriana.

Prada Mancilla, E. (25 de enero- marzo de 2006). *Legis*. Recuperado el 25 de 09 de 2016, de Legis: http://legal.legis.com.co/document?obra=rcontador&document=rcontador_7680752a7daf404ce0430a010151404c

Repositorio CEPAL (2016) *Balance preliminar de las economías de América latina y el caribe*. Recuperado el 17 de febrero de 2017. http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40825/4/1601260BP_Uruguay_es.pdf

Sanchez Galan, J. (2015). *economipedia*. Recuperado el 25 de 09 de 2017, de <http://economipedia.com/definiciones/teorema-separacion-fisher.html>

SEMANA, P. (15 de Septiembre de 2016). *DINERO*. Obtenido de <http://www.dinero.com/noticias/grupo-exito/230>

Surtimax® (2014). *¿Quiénes somos?*. Recuperado el 12 de Febrero de 2017, <http://www.surtimax.com.co/quienes-somos>

Viva (2014). *¿Viva centro comercial*. Recuperado el 16 de Febrero de 2017,
<http://www.ccviva.com/Pages/default.aspx>

Anexo A. Hitos e historia

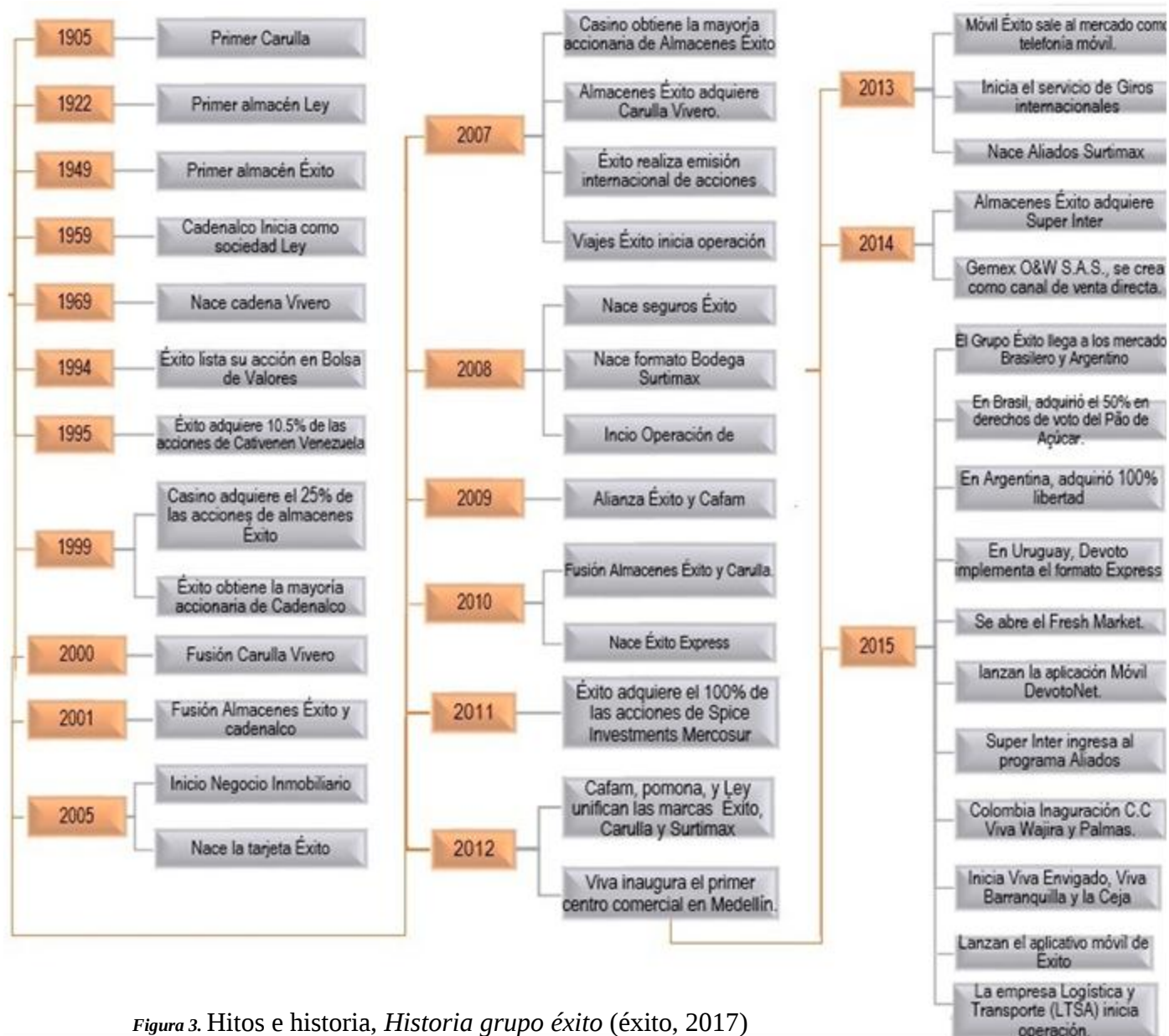


Figura 3. Hitos e historia, *Historia grupo éxito* (éxito, 2017)

Anexo B. Marcas y Almacenes

Graficas Marcas y Almacenes Colombia



Almacenes Brasil

En productos alimenticios y no alimenticios y en comercio electrónico se destacan:



Almacenes Argentina:



Figura 4. Negocios y Marcas (éxito. 2017).

Anexo C. Marcas – Líneas

Tabla 11

Marcas y líneas de negocio

LINEAS DE NEGOCIO	CANALES	SERVICIO/ PRODUCTOS	MARCAS
Negocio Inmobiliario	www.ccviva.com, Centros comerciales, galerías	Arrendamiento m2	VIVA
Comercio Directo	Asesoras	Productos para el aseo y decoración del hogar con marca exclusiva OW	Color Max
		*Prenda para la familia en las marcas Arkitect, People, Bronzini y marca exclusiva Colormix	Todo Hogar
	Hipermercados, Supermercados, & convivencia	Productos de valor, servicio al cliente, Alimentos y No alimentos	Éxito
	Supermercados & convivencia	Productos frescos e importados	Carulla
Ventas al cliente profesional	Programa aliados Super Inter, Surtimax con tiendas independientes		Aliado Surtimax
			Aliado super inter
Comercio Electronico	www.exito.com, sitio movil, marketplace	Alimentos y no alimentos, Click & Collect, Drive-in, App para moviles	Éxito
	www.carulla.com	Alimentos, Premium e importados, Recetas de cocina	Carulla
	www.cdiseout.com.co, marketplace, alianza grupo Casino	Primer formato de descuento on-line, no alimentos, Market Place	Cdiscont
Negocios complementarios	www.movilexito.com	Operador Virtual de telefonia movil con internet 4G LTE	Movil Éxito
	www.tuya.com.co, Alianza con Tuya S.A, Alianza con bancolombia	Financiación	Tarjeta éxito mastercard
			Carulla mastercard
	www.viajesexito.com, alianzas con avianca	Negocio de viajes	Viajes éxito
	Alianza con grupo sura,	Servicio de transferencias internacionales	Giros internacionales
		Seguros	Seguros éxito
Industrias	Didetexco	Elaboración de prendas	LTSA
	Somos industria	Despacho de alimentos	
Logística y transporte	Creación de empresa	Logística y transporte para abastecimiento	
Industria Textil	Didetexco, desarrolla y produce marcas exclusivas		
Industria de alimentos		Desarrollo y productor de productos alimenticios.. Tamales y lechona, Carnes frias embutidos e inyectados, aguas, comidas preparadas, Carnes pollos y pescados, Empaque de granos, Jugos naturales, Panadería Industrial Fresca Repostrería	

Fuente: Elaboración propia

Anexo D. Subsidiarias

Tabla 12

Subsidiarias

Nombre	Segmento	País	Moneda funcional	Participación accionaria 2016			Participación accionaria 2015		
				Directo	Indirecto	Total	Directo	Indirecto	Total
Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A.	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	94,00%	3,75%	97,75%	94,00%	3,75%	97,75%
Éxito Viajes y Turismo S.A.S.	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	51,00%	0,00%	51,00%	51,00%	0,00%	51,00%
Almacenes Éxito Inversiones S.A.S.	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	100%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Gemex O & W S.A.S.	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	85%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Carulla Vivero Holding Inc.	Colombia	Islas Vírgenes Británicas	Dólar americano	100%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Logística, Transporte y Servicios Asociados S.A.S.	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	100%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Patrimonio Autónomo Viva Laureles	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	80,00%	0,00%	80,00%	80,00%	0,00%	80,00%
Patrimonio Autónomo Viva Sincelejo	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	51,00%	0,00%	51,00%	51,00%	0,00%	51,00%
Patrimonio Autónomo Viva Villavicencio	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	51,00%	0,00%	51,00%	51,00%	0,00%	51,00%
Patrimonio Autónomo San Pedro Etapa I	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	51,00%	0,00%	51,00%	51,00%	0,00%	51,00%
Patrimonio Autónomo Centro Comercial	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	51,00%	0,00%	51,00%	51,00%	0,00%	51,00%
Patrimonio Autónomo Iwana	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	51,00%	0,00%	51,00%	51,00%	0,00%	51,00%
Patrimonio Autónomo Viva Barranquilla	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	92,52%	0,00%	92,52%	92,52%	0,00%	92,52%
Patrimonio Autónomo Viva Palmas	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	51,00%	0,00%	51,00%	51,00%	0,00%	51,00%
Fideicomiso lote Girardot	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	100%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Patrimonio Autónomo Local 108 (Vizcaya)	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	100%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Patrimonio Autónomo Viva Wajira	Colombia	Colombia	Peso Colombiano	100%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Spice Investment Mercosur S.A.	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	100%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Larenco S.A.	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Geant Inversiones S.A.	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Lanin S.A.	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Devoto Hermanos S.A.	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Lublo S.A.	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Mercados Devoto S.A.	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Grupo Disco del Uruguay S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Supermercados Disco del Uruguay S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Maostar S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	31,25%	31,25%	0,00%	31,25%	31,25%
Ameluz S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Fandale S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Odaler S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
La Cabaña S.R.L. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Ludi S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Semin S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Randicor S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Ducellmar S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Actimar S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Híper Ahorro S.R.L.	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Ciudad del Ferrol S.C. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	61,24%	61,24%	0,00%	61,24%	61,24%
Marahuz S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	31,87%	31,87%	0,00%	31,87%	31,87%
Setara S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	62,49%	62,49%	0,00%	62,49%	62,49%
Mablicor S.A. (a)	Uruguay	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	31,87%	31,87%	0,00%	31,87%	31,87%
Vía Artika S. A.	Argentina	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Spice España de Valores Americanos S.L.	Argentina	España	Euro	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Geant Argentina S. A.	Argentina	Argentina	Peso argentino	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Gelase S. A.	Argentina	Bélgica	Euro	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Libertad S. A.	Argentina	Argentina	Peso argentino	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Ceibotel S. A.	Argentina	Argentina	Peso argentino	0,00%	100%	100%	0,00%	100%	100%
Onper Investment 2015 S.L.	Brasil	España	Euro	100%	0,00%	100%	100%	0,00%	100%
Ségisor S.A.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	50,00%	50,00%	0,00%	50,00%	50,00%
Oregon LLC	Brasil	Estados Unidos de América	Euro	0,00%	50,00%	50,00%	0,00%	50,00%	50,00%

				Participación accionaria 2016			Participación accionaria 2015		
Pincher LLC	Brasil	Estados Unidos de América	Euro	0,00%	50,00%	50,00%	0,00%	50,00%	50,00%
Bengal LLC	Brasil	Estados Unidos de América	Euro	0,00%	50,00%	50,00%	0,00%	50,00%	50,00%
Wilkes Participações S.A.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	50,00%	50,00%	0,00%	50,00%	50,00%
Companhia Brasileira de Distribuição CBD (b)	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
Novasoc Comercial Ltda. (c)	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	1,88%	1,88%	0,00%	1,88%	1,88%
Sendas Distribuidora S.A.(d)	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
Bellamar Empreend. e Participações Ltda.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
GPA Malls & Properties Gestão de Ativos e Serviços Imobiliários Ltda. ("GPA M&P")	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
CBD Holland B.V.	Brasil	Holanda	Euro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
CBD Panamá Trading Corp.	Brasil	Panamá	Dólar americano	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
Barcelona Comércio Varejista e Atacadista S.A	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
Xantocarpa Participações Ltda.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
GPA 2 Empreend. e Participações Ltda.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
GPA Logística e Transporte Ltda.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	18,76%	18,76%	0,00%	18,76%	18,76%
Posto Ciara Ltda. (e)	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,76%	18,76%
Auto Posto Império Ltda. (e)	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,76%	18,76%
Auto Posto Duque Salim Maluf Ltda. (e)	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,76%	18,76%
Auto Posto Duque Santo André Ltda. (e)	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,76%	18,76%
Auto Posto Duque Lapa Ltda. (e)	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,76%	18,76%
Luxco – Marneylectro S.A.R.L.	Brasil	Luxemburgo	Euro	0,00%	13,55%	13,55%	0,00%	13,55%	13,55%
Dutchco – Marneylectro B.V.	Brasil	Holanda	Euro	0,00%	13,55%	13,55%	0,00%	13,55%	13,55%
Cnova N.V (f)	Brasil	Holanda	Euro	0,15%	6,77%	6,92%	0,15%	6,77%	6,92%
Cnova Comércio Eletrônico S/A	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	6,92%	6,92%	0,00%	6,92%	6,92%
E-Hub Consult. Particip. e Com. S.A.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	6,92%	6,92%	0,00%	6,92%	6,92%
Nova Experiência PontoCom S.A.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	6,92%	6,92%	0,00%	6,92%	6,92%
Cdiscount S.A.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	6,88%	6,88%	0,00%	6,88%	6,88%
Cdiscount Voyages S.A.S.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	6,88%	6,88%	0,00%	6,88%	6,88%
Cnova Finança B.V.	Brasil	Holanda	Real brasileiro	0,00%	6,92%	6,92%	0,00%	6,92%	6,92%
Financière MSR S.A.S.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	6,91%	6,91%	0,00%	6,91%	6,91%
Cdiscount Afrique S.A.S.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	6,91%	6,91%	0,00%	6,91%	6,91%
CD Africa S.A.S.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	5,87%	5,87%	0,00%	5,87%	5,87%
Cdiscount International B.V.	Brasil	Holanda	Euro	0,00%	6,91%	6,91%	0,00%	6,91%	6,91%
C-Distribution Asia Pte. Ltd. (g)	Brasil	Singapur	Euro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,14%	4,14%
CLatam S.A.	Brasil	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	34,84%	34,84%	0,00%	34,84%	34,84%
Cdiscount Colombia S.A.S.	Brasil	Colombia	Peso Coombiano	49,00%	3,53%	52,53%	49,00%	3,53%	52,53%
C Distribution Thailand Ltd. (g)	Brasil	Tailandia	Bath tailandés	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,90%	2,90%
E-Cavi Ltd. (g)	Brasil	Hong Kong	Dólar americano	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,32%	3,32%
Cdiscount Vietnam Co Ltd. (g)	Brasil	Vietnam	Dong vietnamita	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,32%	3,32%
Cnova France S.A.S.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	6,92%	6,92%	0,00%	6,92%	6,92%
Cdiscount Group	Brasil	Francia	Euro	0,00%	6,91%	6,91%	0,00%	6,91%	6,91%
Cdiscount Côte d'Ivoire S.A.S.	Brasil	Costa de Marfil	Franco CFA de África Occidental	0,00%	5,87%	5,87%	0,00%	5,87%	5,87%
Cdiscount Sénégal S.A.S.	Brasil	Senegal	Franco CFA de África Occidental	0,00%	5,87%	5,87%	0,00%	5,87%	5,87%
Cdiscount Panamá S.A.	Brasil	Panamá	Dólar americano	0,00%	34,84%	34,84%	0,00%	34,84%	34,84%
Cdiscount Cameroun S.A.S.	Brasil	Camerún	Franco CFA de África Occidental	0,00%	5,87%	5,87%	0,00%	5,87%	5,87%
Ecdiscoc Comercializadora S.A.	Brasil	Ecuador	Dólaramericano	0,00%	34,83%	34,83%	0,00%	34,83%	34,83%
Cdiscount Uruguay S.A.	Brasil	Uruguay	Peso uruguayo	0,00%	34,84%	34,84%	0,00%	34,84%	34,84%
Monconerdecoc.com S.A.S.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	5,22%	5,22%	0,00%	5,22%	5,22%
Moncorner	Brasil	Francia	Euro	0,00%	6,88%	6,88%	0,00%	6,88%	6,88%
3W S.A.S.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	6,88%	6,88%	0,00%	6,88%	6,88%
3W Santé S.A.S.	Brasil	Francia	Euro	0,00%	6,37%	6,37%	0,00%	6,37%	6,37%
Via Varejo S.A.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	8,13%	8,13%	0,00%	8,13%	8,13%
Indústria de Móveis Bartira Ltda.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	8,13%	8,13%	0,00%	8,13%	8,13%
VVLOG Logística Ltda.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	8,13%	8,13%	0,00%	8,13%	8,13%
Globex Adm e Serviços Ltda.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	8,13%	8,13%	0,00%	8,13%	8,13%
Lake Niassa Empreend. e Participações Lt	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	8,13%	8,13%	0,00%	8,13%	8,13%
Globex Adm. Consórcio Ltda.	Brasil	Brasil	Real brasileiro	0,00%	8,13%	8,13%	0,00%	8,13%	8,13%

Fuente: Estructura empresarial (Éxito, 2017)

Anexo E. Accionistas

(Éxito, s.f.) en su informe de Gobierno Corporativo para el año 2015 reporta un capital autorizado por valor de 530 millones de acciones, representadas en 448.240.151 acciones emitidas (447.604.316 acciones ordinarias se encuentran en circulación y 635.835 fueron readquiridas), y 81.759.849 acciones en reserva. El número de accionistas para el año 2015 fue de 9.060, los principales accionistas son:

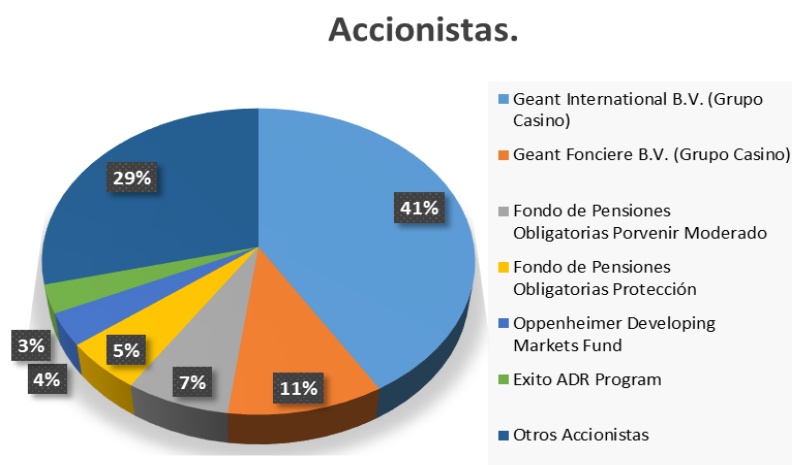


Figura 5. Principales accionista (éxito. 2017).

Anexo F. indicadores financieros

Tabla 13

Indicadores financieros

	2016	2015	2014	2013	2012	2011
LIQUIDEZ						
Razon Corriente	1,06	0,96	1,48	1,63	1,65	1,71
Capital de Trabajo	1.787.813	- 901.658	1.486.444	1.676.138	1.589.924	1.510.121
Prueba Acida de Inventario	0,87	0,61	1,08	1,20	1,20	1,24
ENDEUDAMIENTO						
Endeudamiento total	69,4%	69,5%	29,4%	27,0%	26,3%	26,1%
Concentracion endeudamiento a corto plazo	71,1%	68,6%	94,0%	92,0%	89,4%	83,4%
RENTABILIDAD						
Margen Neto	0,4%	1,7%	4,9%	4,1%	4,6%	4,4%
Margen Operacional	3,1%	4,1%	5,8%	5,1%	4,8%	4,8%
Rentabilidad activo	0,3%	1,1%	4,5%	4,1%	4,6%	4,0%
Rentabilidad Patrimonio	1,1%	3,6%	6,4%	5,6%	6,2%	5,4%
Utilidad Bruta/ Ingresos Operacionales	24,3%	24,7%	25,1%	28,1%	27,5%	26,6%
TENDENCIAS Y EFICIENCIA OPERACIONALES						
Rotacion Activo Total	0,83	0,64	0,93	0,99	0,99	0,90
Rotacion de activos Fijos	3,66	2,56	2,79	2,82	2,78	2,46
Gastos de administracion y ventas / ventas	1,2%	1,5%	1,9%	9,2%	9,1%	9,3%
Rotacion de inventario	5,06	5,06	6,96	7,12	7,36	7,39
Rotacion de inventario en días	71	71	52	51	49	49
Rotacion de proveedores	2,84	2,84	4,13	4,57	4,88	5,22
Rotacion de proveedores en días	127	127	87	79	74	69

Fuente: Elaboración Propia

Anexo G. Estados financieros históricos

Tabla 14

Estados financieros históricos

Grupo éxito S.A.

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CONSOLIDADO

(Cifras expresadas en millones de pesos colombianos)

ACTIVO	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Activo Corriente						
Efectivo y equivalentes del efectivo	6.117.844	10.068.717	2.953.938	1.772.411	1.591.110	1.487.540
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	1.168.174	3.326.474	202.309	417.807	359.780	327.700
Gastos pagados por anticipado	119.733,00	166.892	27.012	-	-	-
Cuentas por cobrar Partes relacionadas	33.142	63.251	52.862	981.754	916.067	786.142
Inventarios	5.778.173	8.704.328	1.244.231	1.138.925	1.106.138	994.501
Activos por impuestos	896.967	1.100.323	93.877	-	-	-
Otros activos financieros	100.879	445.365	25.119	42.225	45.037	51.401
Activos no corrientes mantenidos para la venta	18.429.787	21.698	6.740	-	-	-
Total Activo Corriente	32.644.699	23.897.048	4.606.088	4.353.122	4.018.132	3.647.284
ACTIVO NO CORRIENTE						
Propiedades, planta y equipo, neto	12.465.698	11.951.037	3.005.793	3.786.928	3.682.032	3.596.679
Propiedades de inversión, neto	1.634.551	1.083.600	754.775	-	-	-
Plusv alía	5.616.136	6.522.208	1.592.133	-	-	-
Activos intangibles distintos de la plusv alía, neto	5.663.422	3.706.065	82.070	2.102.250	2.105.218	2.099.133
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, r	1.068.087	304.102	1.052.157	137.408	124.956	84.154
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	586.485	591.960	16.681	62.061	40.775	37.401
Gastos pagados por anticipado	60.488	57.576	12.919	-	-	-
Cuentas por cobrar partes relacionadas	15.684	245.987	-	-	-	-
Activos por impuestos diferidos	1.456.866	524.828	28.719	-	-	-
Activos por impuestos	581.947	1.941.626	-	-	-	-
Otros activos financieros	703.105	1.134.331	147.100	343.287	350.604	343.459
Otros activos no financieros	398	398	398	285	285	285
Total activo no corriente	29.852.867	28.063.718	6.692.745	6.432.219	6.303.870	6.161.111
Total activo	62.497.566	51.960.766	11.298.833	10.785.341	10.322.002	9.808.395

PASIVOS Y PATRIMONIO						
Pasivo Corriente	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Pasivos Financieros	2.963.111	3.922.558	7.917	102.325	2.722	73.030
Provisiones por beneficios a empleados	3.276	4.141	5.420	102.709	86.394	84.575
Otras provisiones	36.545	65.230	50.796	58.990	45.017	44.182
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	11.536.968	18.368.694	2.646.415	2.189.422	2.051.606	1.795.271
Cuentas por pagar partes relacionadas	229.981	688.637	63.827	-	-	-
Pasivos por impuestos	320.404	805.992	107.823	160.702	131.843	116.406
Otros pasivos financieros	805.555	396.052	158.085	-	74.650	-
Otros pasivos no financieros	368.839	547.402	79.361	62.836	35.976	23.699
Pasivo no corrientes mantenidos para la venta	14.592.207	-	-	-	-	-
Total pasivo Corriente	30.856.886	24.798.706	3.119.644	2.676.984	2.428.208	2.137.163
Pasivo No corriente						
Pasivos Financieros	4.354.879	6.707.561	36.416	-	-	-
Provisiones por beneficios a empleados	26.872	41.231	42.775	17.359	17.176	18.278
Otras provisiones	2.706.629	1.124.682	13.214	-	-	-
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	42.357	34.189	572	-	-	-
Cuentas por pagar partes relacionadas	12.733	12.704	-	-	-	224.650
Pasivos por impuestos diferidos	2.965.586	1.206.422	54.858	-	-	-
Pasivos por impuestos	502.452	455.355	-	-	49.291	96.965
Otros pasivos financieros	1.835.159	714.079	-	150.000	150.000	-
Otros pasivos no financieros	82.804	1.036.782	51.588	65.888	71.870	84.098
Total pasivo No Corriente	12.529.471	11.333.005	199.423	233.247	288.337	423.991
Total Pasivo	43.386.357	36.131.711	3.319.067	2.910.231	2.716.545	2.561.154
Patrimonio	19.111.209	15.829.055	7.979.766	7.875.110	7.605.457	7.247.241
Total pasivo y Patrimonio	62.497.566	51.960.766	11.298.833	10.785.341	10.322.002	9.808.395

	2016	2015	2014	2013	2012	2011
OPERACIONES CONTINUADAS						
Ingresos por actividades ordinarias	51.639.433	33.402.211	10.484.822	10.129.436	9.705.414	8.390.801
Otros Ingresos	-	-	-	567.525	524.259	453.909
TOTAL INGRESOS	51.639.433	33.402.211	10.484.822	10.696.961	10.229.673	8.844.710
Costo de venta	- 39.099.555	- 25.147.776	- 7.855.400	- 7.854.807	- 7.559.872	- 6.610.665
GANANCIA BRUTA	12.539.878	8.254.435	2.629.422	2.842.154	2.669.801	2.234.045
Gastos de Distribucion	- 5.149.537	- 3.309.466	- 1.009.657	-	-	-
Gastos de administracion y ventas	- 615.103	- 517.471	- 198.829	- 981.588	- 932.455	- 822.024
Gastos de beneficios a empleados	- 4.771.428	- 2.922.013	- 803.649	- 928.540	- 878.621	- 669.037
Otros ingresos Operativos	24.957	44.836	13.985	-	-	-
Otros Gastos Operativos	- 396.438	- 248.383	- 27.147	-	-	-
Otras Ganancias Netas	- 54.058	54.869	1.192	- 387.438	- 364.558	- 319.662
GANANCIAS POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	1.578.271	1.356.807	605.317	544.588	494.167	423.322
Ingresos Financieros	482.357	1.224.071	211.332	161.368	226.390	164.537
Gastos Financieros	- 1.744.110	- 1.628.308	- 154.970	- 81.807	- 139.972	- 157.771
Participacion en la ganancia metodo de participacion	63.752	18.359	30.104	12	533	933
Otros ingresos y gastos neto	-	-	-	- 74.465	- 20.146	- 7.553
Interes minoritario	-	-	-	- 1.872	- 2.118	- 566
GANANCIAS AI DE LAS OPERACIONES CONTINUADAS	380.270	970.929	691.783	547.824	558.854	422.902
GASTOS POR IMPUESTOS	- 167.814	- 398.428	- 179.750	- 109.417	- 83.549	- 33.447
GANANCIA NETA DEL EJERCICIO	212.456	572.501	512.033	438.407	475.305	389.455

Fuente: Elaboración Propia

Anexo H. Ventas por detalle segmentos

Tabla 15

Ventas por detalle segmentos

Argentina	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Alimentos	\$ 238.353	\$ 529.838	\$ 647.641	\$ 755.934	\$ 846.711	\$ 909.338	\$ 976.578	\$ 1.048.937	\$ 1.126.570	\$ 1.209.861	\$ 1.299.532	\$ 1.395.798	\$ 1.499.156
Sector Inmobiliario	\$ 357.529	\$ 794.757	\$ 962.451	\$ 1.112.593	\$ 1.233.866	\$ 1.311.599	\$ 1.394.230	\$ 1.482.066	\$ 1.575.437	\$ 1.674.689	\$ 1.780.195	\$ 1.892.347	\$ 2.011.565
Total Ventas	\$ 595.882	\$ 1.324.595	\$ 1.610.092	\$ 1.868.527	\$ 2.080.577	\$ 2.220.937	\$ 2.370.808	\$ 2.531.004	\$ 2.702.007	\$ 2.884.550	\$ 3.079.727	\$ 3.288.145	\$ 3.510.720
Variacion Porcentual Inq	0,00%	122,29%	21,55%	16,05%	11,35%	6,75%	6,75%	6,76%	6,76%	6,76%	6,77%	6,77%	6,77%

Brasil	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Alimentos	\$ 10.156.751	\$ 22.109.802	\$ 23.574.562	\$ 24.795.363	\$ 26.146.181	\$ 27.419.944	\$ 28.849.008	\$ 30.346.357	\$ 31.914.520	\$ 33.555.999	\$ 35.291.344	\$ 37.108.615	\$ 39.010.713
No alimentos	\$ 5.105.583	\$ 9.070.368	\$ 9.583.512	\$ 10.033.937	\$ 10.485.465	\$ 10.946.825	\$ 11.428.485	\$ 11.931.339	\$ 12.456.318	\$ 13.004.396	\$ 13.576.589	\$ 14.173.959	\$ 14.797.613
E - Commerce	\$ 3.531.677	\$ 5.002.244	\$ 5.285.239	\$ 5.533.646	\$ 5.782.660	\$ 6.037.097	\$ 6.302.729	\$ 6.580.049	\$ 6.869.571	\$ 7.171.832	\$ 7.487.393	\$ 7.816.838	\$ 8.160.779
Total Ventas	18.794.012	36.182.414	38.443.313	40.362.946	42.414.306	44.403.866	46.580.223	48.857.745	51.240.408	53.732.227	56.355.326	59.099.412	61.969.105
Variacion Porcentual Inq	0,00%	92,52%	5,59%	4,99%	5,08%	4,69%	4,90%	4,89%	4,88%	4,86%	4,88%	4,87%	4,86%

Colombia	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Alimentos	\$ 7.516.390	\$ 8.065.440	\$ 8.477.922	\$ 8.885.067	\$ 9.266.419	\$ 9.644.162	\$ 10.033.775	\$ 10.447.516	\$ 10.879.036	\$ 11.326.838	\$ 11.794.064	\$ 12.279.193	\$ 12.785.630
No Alimentos	\$ 2.768.809	\$ 2.930.378	\$ 3.050.524	\$ 3.160.342	\$ 3.264.634	\$ 3.359.308	\$ 3.456.728	\$ 3.560.430	\$ 3.667.243	\$ 3.777.260	\$ 3.890.578	\$ 4.007.295	\$ 4.127.514
Total Ventas	\$ 10.285.199	\$ 10.995.818	\$ 11.528.446	\$ 12.045.409	\$ 12.531.053	\$ 13.003.470	\$ 13.490.504	\$ 14.007.946	\$ 14.546.279	\$ 15.104.098	\$ 15.684.642	\$ 16.286.489	\$ 16.913.144
Otros Ingresos	\$ 333.446	\$ 422.068	\$ 442.513	\$ 462.356	\$ 480.997	\$ 499.131	\$ 517.825	\$ 537.687	\$ 558.350	\$ 579.762	\$ 602.046	\$ 625.147	\$ 649.201
Total Ingresos Operacion	\$ 10.618.645	\$ 11.417.886	\$ 11.970.959	\$ 12.507.765	\$ 13.012.050	\$ 13.502.601	\$ 14.008.329	\$ 14.545.633	\$ 15.104.629	\$ 15.683.860	\$ 16.286.688	\$ 16.911.636	\$ 17.562.345
Variacion Porcentual Inq	0,00%	7,53%	4,84%	4,48%	4,03%	3,77%	3,75%	3,84%	3,84%	3,83%	3,84%	3,84%	3,85%

Uruguay	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Alimentos	\$ 1.709.765	\$ 2.008.828	\$ 2.185.605	\$ 2.418.528	\$ 2.587.825	\$ 2.745.682	\$ 2.921.885	\$ 3.110.427	\$ 3.312.353	\$ 3.528.831	\$ 3.761.165	\$ 4.010.817	\$ 4.279.435
No Alimentos	\$ 413.146	\$ 367.237	\$ 399.554	\$ 430.719	\$ 460.869	\$ 488.982	\$ 518.810	\$ 550.458	\$ 584.036	\$ 619.662	\$ 657.461	\$ 697.566	\$ 740.118
Total Ventas	\$ 2.122.911	\$ 2.376.065	\$ 2.585.159	\$ 2.849.247	\$ 3.048.694	\$ 3.234.665	\$ 3.440.696	\$ 3.660.884	\$ 3.896.389	\$ 4.148.493	\$ 4.418.626	\$ 4.708.383	\$ 5.019.553
Otros Ingresos	\$ -	\$ 26.362	\$ 28.682	\$ 30.919	\$ 33.083	\$ 35.101	\$ 37.243	\$ 39.514	\$ 41.925	\$ 44.482	\$ 47.196	\$ 50.075	\$ 53.129
Total Ingresos Operacion	\$ 2.122.911	\$ 2.402.427	\$ 2.613.841	\$ 2.880.166	\$ 3.081.778	\$ 3.269.766	\$ 3.477.938	\$ 3.700.399	\$ 3.938.314	\$ 4.192.975	\$ 4.465.822	\$ 4.758.457	\$ 5.072.682
Variacion Porcentual Inq	0,00%	13,17%	8,80%	10,19%	7,00%	6,10%	6,37%	6,40%	6,43%	6,47%	6,51%	6,55%	6,60%

TOTAL VENTAS	\$ 51.327.322	\$ 54.638.204	\$ 57.619.404	\$ 60.588.710	\$ 63.397.170	\$ 66.437.298	\$ 69.634.780	\$ 72.985.358	\$ 76.493.612	\$ 80.187.562	\$ 84.057.650	\$ 88.114.853	
--------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	--

Ventas	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Argentina	\$ 595.882	\$ 1.324.595	\$ 1.610.092	\$ 1.868.527	\$ 2.080.577	\$ 2.220.937	\$ 2.370.808	\$ 2.531.004	\$ 2.702.007	\$ 2.884.550	\$ 3.079.727	\$ 3.288.145	\$ 3.510.720
Brasil	18.794.012	36.182.414	38.443.313	40.362.946	42.414.306	44.403.866	46.580.223	48.857.745	51.240.408	53.732.227	56.355.326	59.099.412	61.969.105
Colombia	\$ 10.618.645	\$ 11.417.886	\$ 11.970.959	\$ 12.507.765	\$ 13.012.050	\$ 13.502.601	\$ 14.008.329	\$ 14.545.633	\$ 15.104.629	\$ 15.683.860	\$ 16.286.688	\$ 16.911.636	\$ 17.562.345
Uruguay	\$ 2.122.911	\$ 2.402.427	\$ 2.613.841	\$ 2.880.166	\$ 3.081.778	\$ 3.269.766	\$ 3.477.938	\$ 3.700.399	\$ 3.938.314	\$ 4.192.975	\$ 4.465.822	\$ 4.758.457	\$ 5.072.682
TOTAL VENTAS	\$ 32.131.450	\$ 51.327.322	\$ 54.638.204	\$ 57.619.404	\$ 60.588.710	\$ 63.397.170	\$ 66.437.298	\$ 69.634.780	\$ 72.985.358	\$ 76.493.612	\$ 80.187.562	\$ 84.057.650	\$ 88.114.853
Otros Ingresos			\$ 1.918.790	\$ 1.918.790									
TOTAL INGRESOS	\$ 32.131.450	\$ 51.327.322	\$ 56.556.994	\$ 59.538.194	\$ 60.588.710	\$ 63.397.170	\$ 66.437.298	\$ 69.634.780	\$ 72.985.358	\$ 76.493.612	\$ 80.187.562	\$ 84.057.650	\$ 88.114.853

Fuente: Elaboración Propia

Anexo k. Proyección Amortizaciones y depreciaciones

Tabla 16

Proyección Amortizaciones y depreciaciones

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Propiedades de Inversion											
Terrenos	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048	\$ 489.048
edificios	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385	\$ 1.246.385
construcciones en curso											
Capex Reposicion	\$ 1.514.854	\$ 1.595.454	\$ 1.675.770	\$ 1.752.211	\$ 1.834.754	\$ 1.921.598	\$ 2.012.546	\$ 2.107.698	\$ 2.207.808	\$ 2.312.610	\$ 2.422.413
PI Total	\$ 1.735.433	\$ 1.735.433	\$ 1.735.433	\$ 3.487.644	\$ 3.570.187	\$ 3.657.031	\$ 3.747.979	\$ 3.843.131	\$ 3.943.241	\$ 4.048.043	\$ 4.157.846
depreciacion	\$ (238.944)	\$ (381.036)	\$ (527.144)	\$ (677.073)	\$ (831.130)	\$ (989.529)	\$ (1.152.476)	\$ (1.320.190)	\$ (1.492.890)	\$ (1.670.840)	\$ (1.854.280)
PI Neto	\$ 1.496.489	\$ 1.354.397	\$ 1.208.289	\$ 2.810.571	\$ 2.739.056	\$ 2.667.501	\$ 2.595.502	\$ 2.522.951	\$ 2.450.352	\$ 2.377.203	\$ 2.303.566
Activos intangibles distintos a la plusvalia											
Marcas	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265	\$ 3.525.265
Deerchos	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177	\$ 1.414.177
Programas de computador	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953	\$ 1.324.953
Activos intangibles	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911	\$ 35.911
Otros	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522	\$ 1.522
AI Total	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828	\$ 6.301.828
amortizacion	\$ (953.497)	\$ (1.268.589)	\$ (1.583.680)	\$ (1.898.772)	\$ (2.213.863)	\$ (2.528.954)	\$ (2.844.046)	\$ (3.159.137)	\$ (3.474.229)	\$ (3.789.320)	\$ (4.104.411)
AI Neto	\$ 5.348.331	\$ 5.033.239	\$ 4.718.148	\$ 4.403.056	\$ 4.087.965	\$ 3.772.874	\$ 3.457.782	\$ 3.142.691	\$ 2.827.599	\$ 2.512.508	\$ 2.197.417
Propiedad planta y equipo											
Terrenos	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768	\$ 2.496.768
Edificios	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590	\$ 4.592.590
Maquinaria y Equipo	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034	\$ 3.305.034
Muebles y enseres	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614	\$ 1.509.614
Activos en construccion	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Instalaciones	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937	\$ 770.937
Mejoras en propiedad ajena	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744	\$ 4.986.744
Vehiculos	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102	\$ 20.102
Equipo de computo	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347	\$ 216.347
Otras PPYE	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652	\$ 170.652
Total PPYE	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788	\$ 18.068.788
Terrenos deprec											
Edificios deprec	\$ (1.242.727)	\$ (1.472.357)	\$ (1.701.986)	\$ (1.931.616)	\$ (2.161.245)	\$ (2.390.875)	\$ (2.620.504)	\$ (2.850.134)	\$ (3.079.763)	\$ (3.309.393)	\$ (3.539.022)
Maquinaria y Equipo deprec	\$ (1.917.341)	\$ (2.247.845)	\$ (2.578.348)	\$ (2.908.852)	\$ (3.239.355)	\$ (3.569.858)	\$ (3.900.361)	\$ (4.230.864)	\$ (4.561.367)	\$ (4.891.870)	\$ (5.222.373)
Muebles y enseres deprec	\$ (885.338)	\$ (1.036.300)	\$ (1.187.261)	\$ (1.338.223)	\$ (1.489.184)	\$ (1.640.145)	\$ (1.791.106)	\$ (1.942.067)	\$ (2.093.028)	\$ (2.243.989)	\$ (2.394.950)
Activos en construccion deprec	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Instalaciones deprec	\$ (354.977)	\$ (393.524)	\$ (432.071)	\$ (470.617)	\$ (509.164)	\$ (547.711)	\$ (586.258)	\$ (624.805)	\$ (663.352)	\$ (701.899)	\$ (740.445)
Mejoras en propiedad ajena deprec	\$ (1.945.792)	\$ (2.195.129)	\$ (2.444.467)	\$ (2.693.804)	\$ (2.943.141)	\$ (3.192.478)	\$ (3.441.815)	\$ (3.691.153)	\$ (3.940.490)	\$ (4.189.827)	\$ (4.439.164)
Vehiculos deprec	\$ (13.764)	\$ (17.785)	\$ (20.102)	\$ (20.102)	\$ (20.102)	\$ (20.102)	\$ (20.102)	\$ (20.102)	\$ (20.102)	\$ (20.102)	\$ (20.102)
equipo de computo deprec	\$ (170.574)	\$ (213.844)	\$ (216.347)	\$ (216.347)	\$ (216.347)	\$ (216.347)	\$ (216.347)	\$ (216.347)	\$ (216.347)	\$ (216.347)	\$ (216.347)
otras PPYE dereprec	\$ (132.466)	\$ (166.597)	\$ (170.652)	\$ (170.652)	\$ (170.652)	\$ (170.652)	\$ (170.652)	\$ (170.652)	\$ (170.652)	\$ (170.652)	\$ (170.652)
Total Deprec	\$ (6.662.981)	\$ (7.743.380)	\$ (8.751.234)	\$ (9.750.212)	\$ (10.749.190)	\$ (11.748.168)	\$ (12.747.146)	\$ (13.746.124)	\$ (14.745.102)	\$ (15.744.080)	\$ (16.743.058)
PPYE Neto	\$ 11.405.807	\$ 10.325.408	\$ 9.317.554	\$ 8.318.576	\$ 7.319.598	\$ 6.320.620	\$ 5.321.642	\$ 4.322.664	\$ 3.323.686	\$ 2.324.708	\$ 1.325.730

Fuente: Estructura empresarial (éxito, 2017)

Anexo L. Flujo de Caja Final

Tabla 17

Flujo de caja final

Flujo de Caja	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	\$ 3,123.822	\$ 3,192.898	\$ 1,340.337	\$ 2,210.317	\$ 2,315.807	\$ 2,426.959	\$ 2,543.521	\$ 2,665.647	\$ 2,794.272	\$ 2,929.132	\$ 3,070.669
Δ Capital de Trabajo	\$ 25.720	\$ 59.714	\$ 61.502	\$ 59.425	\$ 64.330	\$ 67.541	\$ 70.638	\$ 73.808	\$ 77.587	\$ 81.104	\$ 84.825
Equivalentes del efectivo	\$ (355.271)	\$ (353.190)	\$ (351.781)	\$ (332.725)	\$ (360.171)	\$ (378.813)	\$ (396.951)	\$ (415.631)	\$ (437.631)	\$ (458.498)	\$ (480.666)
Cuentas comerciales por cobrar	\$ (67.837)	\$ (67.440)	\$ (67.171)	\$ (63.532)	\$ (68.773)	\$ (72.333)	\$ (75.796)	\$ (79.363)	\$ (83.564)	\$ (87.548)	\$ (91.781)
Gastos pagados por anticipado	\$ (6.953)	\$ (6.912)	\$ (6.885)	\$ (6.512)	\$ (7.049)	\$ (7.414)	\$ (7.769)	\$ (8.134)	\$ (8.565)	\$ (8.973)	\$ (9.407)
Cuentas por cobrar Partes relaci	\$ (1.925)	\$ (1.913)	\$ (1.906)	\$ (1.802)	\$ (1.951)	\$ (2.052)	\$ (2.150)	\$ (2.252)	\$ (2.371)	\$ (2.484)	\$ (2.604)
Inventarios	\$ (296.174)	\$ (326.415)	\$ (327.010)	\$ (310.471)	\$ (336.085)	\$ (353.369)	\$ (370.159)	\$ (387.435)	\$ (407.822)	\$ (427.097)	\$ (447.560)
Cuentas comerciales por cobrar	\$ (34.058)	\$ (33.858)	\$ (33.723)	\$ (31.897)	\$ (34.528)	\$ (36.315)	\$ (38.054)	\$ (39.844)	\$ (41.953)	\$ (43.954)	\$ (46.079)
Gastos pagados por anticipado	\$ (3.513)	\$ (3.492)	\$ (3.478)	\$ (3.290)	\$ (3.561)	\$ (3.745)	\$ (3.925)	\$ (4.109)	\$ (4.327)	\$ (4.533)	\$ (4.752)
Cuentas por cobrar partes relaci	\$ (911)	\$ (905)	\$ (902)	\$ (853)	\$ (923)	\$ (971)	\$ (1.018)	\$ (1.066)	\$ (1.122)	\$ (1.175)	\$ (1.232)
Otros activ os no financieros	\$ (23)	\$ (23)	\$ (23)	\$ (22)	\$ (23)	\$ (25)	\$ (26)	\$ (27)	\$ (28)	\$ (30)	\$ (31)
Pasivos											
Provisiones por beneficios a em	\$ 190	\$ 189	\$ 188	\$ 178	\$ 193	\$ 203	\$ 213	\$ 223	\$ 234	\$ 246	\$ 257
Otras provisiones	\$ 2.122	\$ 2.110	\$ 2.101	\$ 1.988	\$ 2.151	\$ 2.263	\$ 2.371	\$ 2.483	\$ 2.614	\$ 2.739	\$ 2.871
Cuentas por pagar comerciales y	\$ 591.355	\$ 651.735	\$ 652.924	\$ 619.901	\$ 671.042	\$ 705.553	\$ 739.077	\$ 773.570	\$ 814.277	\$ 852.762	\$ 893.619
Cuentas por pagar partes relac	\$ 13.355	\$ 13.277	\$ 13.224	\$ 12.508	\$ 13.539	\$ 14.240	\$ 14.922	\$ 15.624	\$ 16.451	\$ 17.236	\$ 18.069
Otros pasiv os no financieros	\$ 18.906	\$ 20.836	\$ 20.874	\$ 19.818	\$ 21.453	\$ 22.557	\$ 23.628	\$ 24.731	\$ 26.033	\$ 27.263	\$ 28.569
Provisiones por beneficios a em	\$ 1.560	\$ 1.551	\$ 1.545	\$ 1.461	\$ 1.582	\$ 1.664	\$ 1.744	\$ 1.826	\$ 1.922	\$ 2.014	\$ 2.111
Otras provisiones	\$ 157.178	\$ 156.257	\$ 155.633	\$ 147.203	\$ 159.345	\$ 167.593	\$ 175.617	\$ 183.882	\$ 193.615	\$ 202.847	\$ 212.654
Cuentas por pagar comerciales y	\$ 2.171	\$ 2.393	\$ 2.397	\$ 2.276	\$ 2.464	\$ 2.590	\$ 2.713	\$ 2.840	\$ 2.990	\$ 3.131	\$ 3.281
Cuentas por pagar partes relac	\$ 739	\$ 735	\$ 732	\$ 692	\$ 750	\$ 788	\$ 826	\$ 865	\$ 911	\$ 954	\$ 1.000
Otros pasiv os no financieros	\$ 4.809	\$ 4.780	\$ 4.761	\$ 4.503	\$ 4.875	\$ 5.127	\$ 5.373	\$ 5.625	\$ 5.923	\$ 6.206	\$ 6.506
Impuestos	\$ (686.075)	\$ (655.224)	\$ 45.801	\$ (265.562)	\$ (301.630)	\$ (480.315)	\$ (550.814)	\$ (592.577)	\$ (636.564)	\$ (682.687)	\$ (731.096)
Flujo de Caja Operativo	\$ 2,463.468	\$ 2,597.389	\$ 1,447.641	\$ 2,004.180	\$ 2,078.507	\$ 2,014.185	\$ 2,063.345	\$ 2,146.878	\$ 2,235.294	\$ 2,327.549	\$ 2,424.397
CAPEX	\$ (1,514.854)	\$ (1,595.454)	\$ (1,675.770)	\$ (1,752.211)	\$ (1,834.754)	\$ (1,921.598)	\$ (2,012.546)	\$ (2,107.698)	\$ (2,207.808)	\$ (2,312.610)	\$ (2,422.413)
Flujo de Caja Libre	\$ 948.614	\$ 1,001.935	\$ (228.129)	\$ 251.969	\$ 243.754	\$ 92.587	\$ 50.800	\$ 39.179	\$ 27.485	\$ 14.939	\$ 1.984
Otros activos financieros	\$ (5.858)	\$ (5.824)	\$ (5.801)	\$ (5.486)	\$ (5.939)	\$ (6.246)	\$ (6.545)	\$ (6.853)	\$ (7.216)	\$ (7.560)	\$ (7.926)
Activos no corrientes mantenid	\$ 9,214.894	\$ -	\$ 9,214.894	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros activ os financieros	\$ (40.830)	\$ (40.591)	\$ (40.429)	\$ (38.239)	\$ (41.393)	\$ (43.536)	\$ (45.620)	\$ (47.767)	\$ (50.296)	\$ (52.694)	\$ (55.241)
Pasivos Financieros	\$ (276.311)	\$ (460.835)	\$ (460.835)	\$ (365.430)	\$ (289.776)	\$ (229.784)	\$ (182.213)	\$ (144.490)	\$ (114.577)	\$ (90.856)	\$ (72.046)
Otros pasiv os financieros	\$ (161.111)	\$ (128.889)	\$ (103.111)	\$ (82.489)	\$ (65.991)	\$ (52.793)	\$ (42.234)	\$ (33.787)	\$ (27.030)	\$ (21.624)	\$ (17.299)
Pasivo no corrientes mantenido	\$ (7,296.104)	\$ -	\$ (7,296.104)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pasivos Financieros	\$ (87.098)	\$ (85.356)	\$ (83.649)	\$ (81.976)	\$ (80.336)	\$ (78.729)	\$ (77.155)	\$ (75.612)	\$ (74.099)	\$ (72.617)	\$ (71.165)
Otros pasiv os financieros	\$ (36.703)	\$ (35.969)	\$ (35.250)	\$ (34.545)	\$ (33.854)	\$ (33.177)	\$ (32.513)	\$ (31.863)	\$ (31.226)	\$ (30.601)	\$ (29.989)
Flujo de Caja Financiero	\$ 2,259.493	\$ 244.471	\$ 961.587	\$ (356.195)	\$ (273.536)	\$ (351.679)	\$ (335.481)	\$ (301.193)	\$ (276.958)	\$ (261.014)	\$ (251.683)
dividendos	\$ (21.771)	\$ (94.795)	\$ (102.482)	\$ 8.497	\$ (49.264)	\$ (55.955)	\$ (89.103)	\$ (102.182)	\$ (109.929)	\$ (118.089)	\$ (126.645)
Flujo de Caja Neto	\$ 2,237.722	\$ 149.676	\$ 859.105	\$ (347.698)	\$ (322.800)	\$ (407.634)	\$ (424.585)	\$ (403.375)	\$ (386.887)	\$ (379.103)	\$ (378.328)
Flujo de Caja Inicial	\$ -	\$ 2,237.722	\$ 2,482.193	\$ 3,443.780	\$ 3,087.585	\$ 2,814.050	\$ 2,462.371	\$ 2,126.890	\$ 1,825.697	\$ 1,548.739	\$ 1,287.725
Flujo de Caja Final	\$ 2,237.722	\$ 2,482.193	\$ 3,443.780	\$ 3,087.585	\$ 2,814.050	\$ 2,462.371	\$ 2,126.890	\$ 1,825.697	\$ 1,548.739	\$ 1,287.725	\$ 1,036.042

Fuente: Elaboración Propia

Anexo M. Competidores

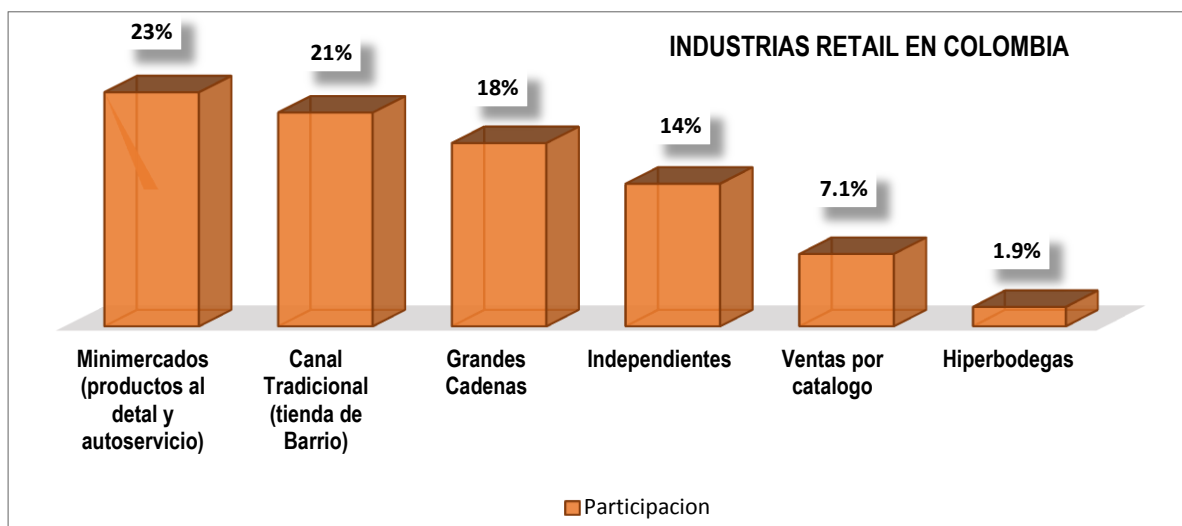


Figura 6 . Competidores industria retail en Colombia, kantarworldpanel.com

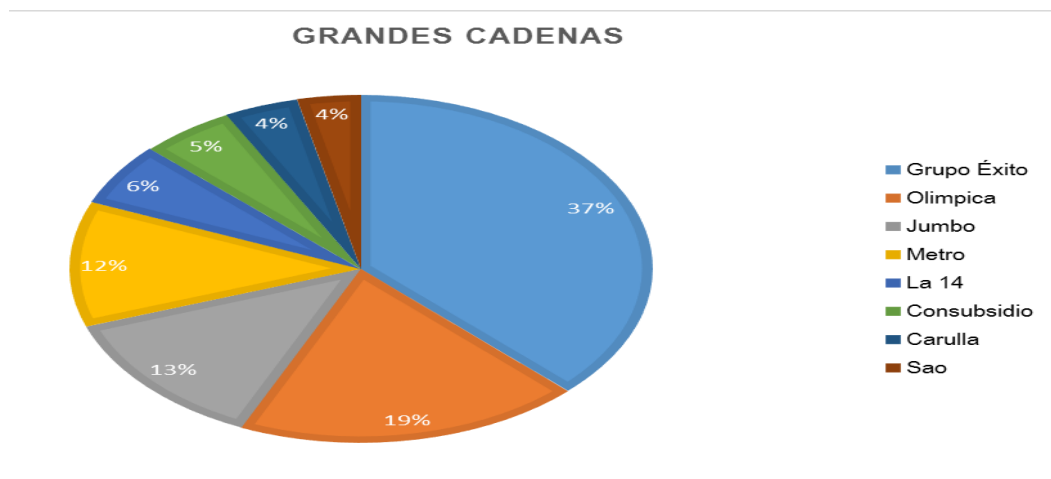


Figura 7 . Participacion grandes cadenas. kantarworldpanel.com

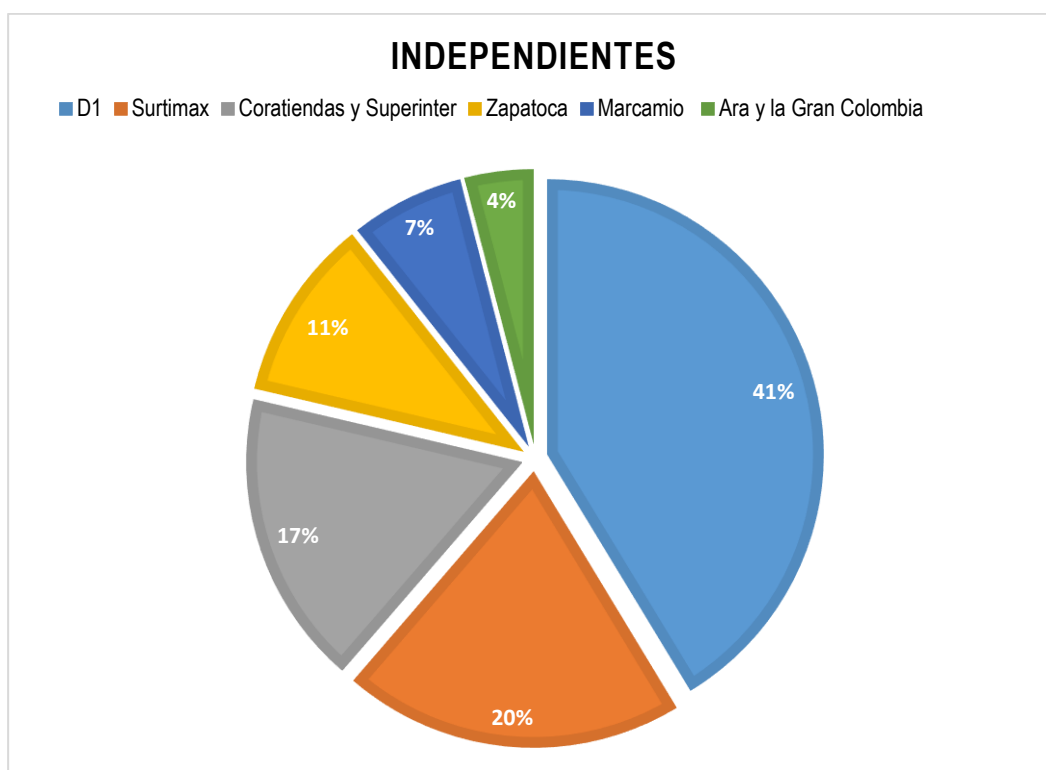


Figura 8 . Participacion grandes cadenas independientes. kantarworldpanel.com