

Almacenes Éxito S. A.
BVC: Éxito

Primera cobertura

Fecha de valoración: febrero de 2015

Recomendación: vender

Precio de la Acción y Valor de COLCAP

Precio de la acción: \$29.200 a 31 de diciembre de 2014

Valor de COLCAP: 1.513 a 31 de diciembre de 2014

Sobrevaloración del 14,5% respecto al precio arrojado por el estudio de \$24.980 a 31 de diciembre de 2015.

Entorno macroeconómico: desaceleración de la economía, alta competencia en el sector minorista, mayores impuestos.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

COP (miles de millones)	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
UODI	376.570	387.591	469.346	398.372	429.541	484.814	540.817
EBITDA	932.025	987.555	1.145.030	1.243.929	1.343.043	1.446.024	1.554.284
FCL	534.864	434.878	394.931	372.400	620.042	760.244	863.103
Margen neto	4,10%	4,18%	3,54%	3,58%	3,71%	3,82%	4,27%
WACC	10,30%	11,01%	11,30%	10,96%	10,85%	10,96%	11,10%
ROIC	7,08%	7,60%	7,73%	7,77%	8,87%	6,92%	7,44%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: \$13.070.046 a 31 de diciembre de 2014

Número de acciones en circulación: 447.604.316

Volumen promedio diario en 2014 (millones de pesos): 4.698,36

Bursatilidad: alta

Participación en el índice: 5,1% del COLCAP

Cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC, s.f.)

Beta: 0,36

Rango en 2014: de \$ 24.640 a \$ 33.200

Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín, Colombia

Industria: comercio Minorista (retail)

Descripción: compañía colombiana de ventas al por menor en almacenes multiformato y multimarca, con presencia en Colombia y Uruguay.

Productos y servicios: alimentos, textiles, entretenimiento, hogar, créditos, seguros, viajes, telefonía móvil, estaciones de gasolina y giros.

Sitio web de la compañía: www.grupoexito.com

Analista:

Samuel Vélez Gutiérrez

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfico 1. Precio de la acción de Almacenes Éxito S. A. (31 de diciembre de 2014)



Fuente: Bloomberg

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Los resultados de la valoración de Almacenes Éxito arrojan un mayor valor, comparado con el precio de mercado. Las posiciones en esta acción representan un riesgo moderado y los resultados se ven afectados por las menores expectativas de crecimiento de la economía colombiana, alta competencia en el sector minorista y mayores cargas fiscales.

A pesar de que la compañía tiene una calificación crediticia AAA emitida por Fitch Ratings (2014) y respaldada por su sólida posición financiera y su manejo de operaciones, no se recomienda la toma de posiciones largas en este activo mientras Almacenes Éxito no defina cómo va a convertir en mayores beneficios para sus accionistas los \$2,5 billones que tiene líquidos.

Grupo Éxito cuenta con los recursos propios suficientes y con la capacidad de contraer deuda para crecer en forma natural o a través de adquisiciones en el país o en el exterior,

incrementar sus utilidades y mejorar su estructura de capital. La compañía viene realizando un buen trabajo en la diversificación de sus ingresos por medio de nuevos servicios y el negocio de centros comerciales.

TESIS DE INVERSIÓN

Por medio de la metodología de flujo de caja libre descontado se emite una recomendación de venta con una sobrevaloración del 14,5% sobre el valor de mercado, a cierre de 2014, de \$29.200 y un precio objetivo para la acción de \$24.980 para diciembre de 2015.

Este decrecimiento está representado en la incapacidad de la compañía de generar mayores utilidades por su negocio principal en el sector minorista (*retail*), a pesar de la apertura de nuevas tiendas en distintos formatos o de mayores ingresos por servicios complementarios y por el negocio inmobiliario de centros comerciales de la marca propia VIVA. El problema también está ligado con la incapacidad de colocar a rentar todos sus activos por encima del costo de capital, incluyendo los de mayor liquidez.

En los cinco últimos años, Grupo Éxito presentó un crecimiento promedio anual en sus ventas de 8,57%, los grandes almacenes e hipermercados 5,82% y la economía creció un 4.12%; sin embargo, no son factores suficientes para compensar la desaceleración de la economía, la alta competencia en el sector, que termina en menores márgenes, y las cargas tributarias adicionales.

VALORACIÓN

Para determinar el valor patrimonial de la compañía y el valor de su acción se utilizó la metodología de flujo de caja libre descontado (Fabregat Feldsztajn, 2009, p. ...):

El valor de una empresa depende del futuro y es necesario establecer hipótesis sobre las distintas variables que componen el flujo de caja tanto a nivel de explotación como de inversión en activos no corrientes y en capital de trabajo. El riesgo de la empresa se introduce en la tasa de actualización que será el coste del pasivo y el patrimonio neto.

Esa metodología permite proyectar los ingresos de Almacenes Éxito en el futuro, teniendo en cuenta las estrategias de desarrollo de la compañía, los crecimientos históricos y la información existente en el mercado de la misma, así como la economía

en general. Posibilita traer a valor actual las expectativas futuras descontadas a una tasa calculada con base en el promedio ponderado de la deuda y el costo del capital para el accionista, conocida como WACC (*weighted average cost of capital*). Se parte de que el método seleccionado por el Programa Burkenroad es de gran aplicación y de aceptación mundial y servirá para lograr una aproximación a su valor real.

Se realizó también una validación por múltiplos bursátiles mediante las relaciones P/E (*price to earnings*, que equivale a precio sobre ganancia), EV/Ebitda (*enterprise value to ebitda*), *dividend yield* (rentabilidad por dividendo), P/Ebitda (*price to ebitda*) y precio/VL (precio sobre valor en libros o contable). Cuando se compara entre ellos se encuentra concordancia entre la mayoría y el valor hallado en la valoración por flujo de caja libre respecto a un mayor valor al justo. Así, los que en mayor medida señalan sobrevaloración son la relación precio/ganancia, que se ubica en 28,5X cuando el mercado se encuentra en promedio en 20,30X, o la relación precio/EBITDA, que se ubica en 14,4X mientras que sus competidores lo hacen, en promedio, en 9,21X. La rentabilidad por dividendo (*dividend yield*) muestra un menor valor aunque, cercano al entregado por otros minoristas a sus accionistas: 1,84% frente a 1,9%. De los múltiplos analizados, únicamente la relación precio sobre valor en libros genera un potencial de valorización.

Tabla 1. Análisis comparativo de múltiplos (diciembre de 2014)

EMPRESA	Dividen yield	EV/EBITDA	P/E	P / EBITDA	Precio/VL
ÉXITO	1,84%	11,3	28,5	14,4	1,6
DILLARDS INC-CL A	0,2	7,5	17,2	6,8	2,7
KOHL'S CORP	2,6	6,5	15,3	5,0	2,1
NORDSTROM INC	2,5	9,7	20,9	8,2	6,6
MARKS & SPENCER GROUP PLC	3,6	7,7	15,4	6,0	2,8
EL PUERTO DE LIVERPOOL-SER 1		17,3	27,3	16,3	3,5
S.A.C.I. FALABELLA		16,2	22,1	10,5	2,9
SM INVESTMENTS CORP		19,0	23,8	13,1	2,8
HUDSON'S BAY CO	0,8	13,1		7,7	2,1
Promedio	1,9%	12,11	20,30	9,21	3,19
Precio objetivo	27.953	26.718	21.882	20.318	59.160
Valorización/desvalorización	-4%	-9%	-25%	-30%	103%

Fuente: equipo de valoración con base en Bloomberg (s.f.)

Para valorar mediante flujo de caja libre (FCL) se trajeron a valor presente los flujos de caja de la compañía a un WACC variable para cada año proyectado y un crecimiento a perpetuidad del 2% y se obtuvieron los siguientes valores:

Tabla 2. Valoración por flujo de caja libre descontado

Valor presente del flujo de caja libre	2.048.814
Valor a perpetuidad	9.627.523
Valor presente de perpetuidad	6.349.963
Valor de la operación	8.398.778
+ Caja, bancos e inversiones temporales	2.888.484
+ Inversiones permanentes	144.734
Valor de la empresa	11.431.996
-Valor de la deuda actual	252.325
Valor del patrimonio	11.179.671
Valor por acción \$	24.977

Fuente: equipo de valoración

Cálculo de la tasa de descuento

Para el costo de la deuda financiera se tomó la tasa de los bonos emitidos por la compañía y se supone que se mantiene hasta el vencimiento.

Para hallar el costo del patrimonio se tomó la tasa de los bonos del tesoro norteamericano, el rendimiento del S&P 500, la prima de riesgo de mercado y el riesgo país; en todos los casos se consideró el promedio de los últimos diez años. Se tuvo en cuenta el beta desapalancado de la industria minorista (*grocery and food*) ofrecido por Aswath Damodaran.

Tabla 3. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC)

Promedio últimos 10 años	
Risk Premium Rate	5,57%
Risk Free Rate	3,53%
Country Risk	2,36%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inflación en Estados Unidos	1,579%	2,00%	2,10%	2,10%	2,20%	2,10%	2,00%
Inflación en Colombia	1,940%	3,02%	3,40%	3,12%	3,12%	3,12%	3,12%
Bu Sector	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
Beta apalancado (BI)	0,75	0,75	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Debt to equity	3,2%	3,0%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%
Impuestos Colombia	34%	34%	39%	40%	42%	43%	34%
% Deuda financiera	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%
% Patrimonio	96,9%	97,1%	97,3%	97,5%	97,7%	97,9%	98,1%
Costo despues de impuestos							
Deuda Financiera	5,70%	6,3%	6,0%	4,1%	4,0%	3,9%	4,5%
Patrimonio	10,45%	11,15%	11,44%	11,13%	11,01%	11,12%	11,23%
WACC en pesos	10,30%	11,01%	11,30%	10,96%	10,85%	10,96%	11,10%

Fuente: equipo de valoración

Análisis de sensibilidad

Se realizaron tres escenarios y en cada uno de ellos se analizó el costo de capital frente a distintas variables como la tasa de crecimiento (g), el CAPEX (*capital expenditures*, que equivale inversiones en bienes de capital) y el NOPLAT (*net operating profit less adjusted taxes*, que equivale a utilidad operacional neta menos impuestos ajustados; en español se emplea con frecuencia la abreviatura UODI: utilidad operativa antes de impuestos).

Tabla 4. Sensibilidad de variaciones entre g (tasa de crecimiento) y WACC

		g					
		24.900	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC	9,0%		26.145	28.043	30.482	33.734	38.288
	9,5%		25.039	26.700	28.804	31.555	35.307
	10,0%		24.045	25.509	27.338	29.690	32.826
	10,5%		23.148	24.444	26.046	28.075	30.728
	11,0%		22.334	23.488	24.900	26.664	28.932
	11,5%		21.592	22.625	23.876	25.421	27.378
	12,0%		20.913	21.841	22.955	24.317	26.019
	12,5%		20.290	21.127	22.124	23.331	24.822
	13,0%		19.716	20.474	21.370	22.445	23.759

Fuente: equipo de valoración

Ante variaciones en los valores de la tasa de crecimiento a perpetuidad versus el WACC, el precio de la acción se negociaría en un rango entre \$22.625 y \$28.075.

Tabla 5. Sensibilidad de variaciones entre CAPEX año a año y WACC

		Variaciones en CAPEX año a año					
		25.938	50.000	200.000	350.000	500.000	650.000
WACC	9,0%	41.191	36.379	31.567	26.754	21.942	
	9,5%	38.910	34.393	29.876	25.359	20.842	
	10,0%	36.915	32.656	28.398	24.139	19.881	
	10,5%	35.156	31.125	27.095	23.065	19.034	
	11,0%	33.593	29.765	25.938	22.110	18.283	
	11,5%	32.196	28.550	24.904	21.257	17.611	
	12,0%	30.939	27.456	23.974	20.491	17.008	
	12,5%	29.803	26.468	23.133	19.798	16.463	
	13,0%	28.771	25.570	22.370	19.169	15.969	

Fuente: equipo de valoración

Al evaluar los escenarios con variaciones en los valores del CAPEX versus los del WACC, el precio de la acción se movería en un rango entre \$ 21.257 y \$31.125.

Tabla 6. Sensibilidad de variaciones entre NOPLAT o UODI y WACC

		NOPLAT					
		22.315	100.000	250.000	400.000	550.000	700.000
WACC	9,0%	17.377	22.189	27.001	31.814	36.626	
	9,5%	16.560	21.076	25.593	30.110	34.627	
	10,0%	15.846	20.104	24.363	28.621	32.880	
	10,5%	15.217	19.248	23.278	27.309	31.339	
	11,0%	14.660	18.488	22.315	26.143	29.970	
	11,5%	14.162	17.808	21.455	25.101	28.747	
	12,0%	13.715	17.198	20.681	24.164	27.646	
	12,5%	13.312	16.647	19.982	23.317	26.652	
	13,0%	12.946	16.147	19.347	22.548	25.748	

Fuente: equipo de valoración

Frente a variaciones en la UODI versus el WACC, el precio de la acción se ubicaría en un rango entre \$17.808 y \$27.309.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Las ventas totales del comercio minorista crecieron en 2014 7,7% respecto a 2013. Según información del DANE (2015), los ingresos del comercio minorista en grandes almacenes sumaron \$39,8 billones, con un aumento del 9,6% comparado con 2013. Si se realiza la relación con el año 1997, en que las ventas fueron de cerca de \$6,8 billones,

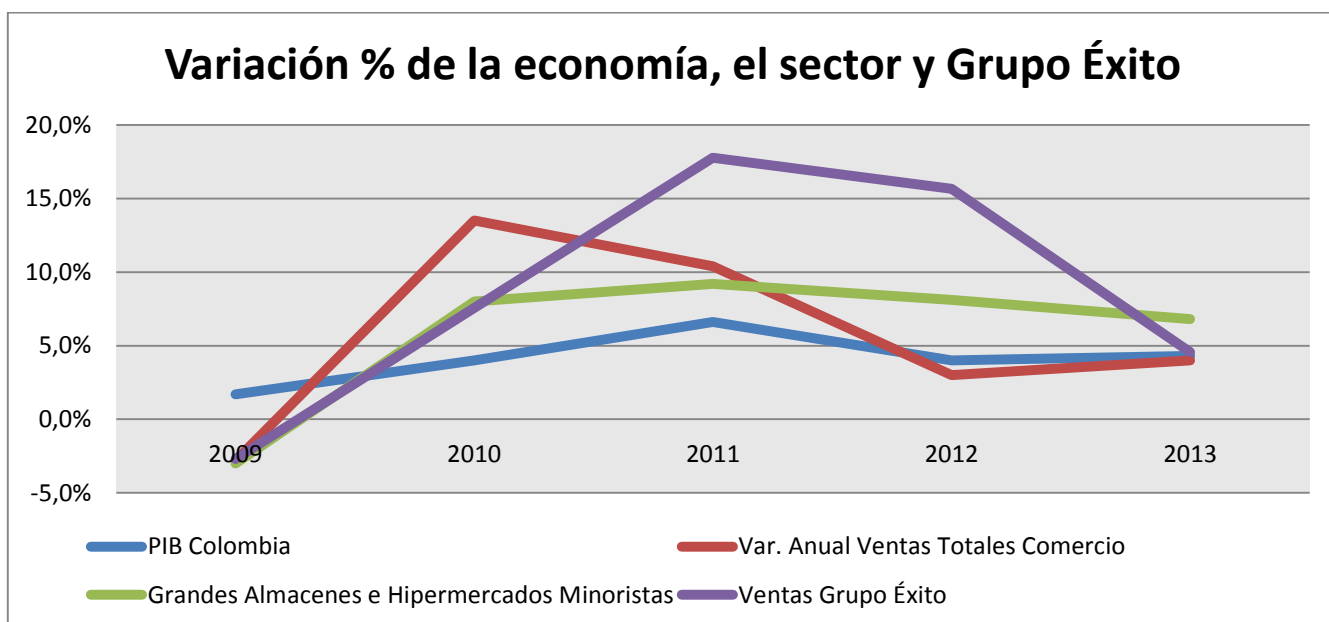
quiere decir que los ingresos se han multiplicado casi seis veces. Las compañías del sector emplearon, en forma aproximada, 152 mil personas en 2014.

Según la misma fuente,

Para el primer trimestre de 2014, el área de ventas de las grandes superficies alcanzaba más de 3.1 millones de m² con un incremento del 6.3 % el año anterior de los cuales el comercio no especializado participó con el 87% y el especializado lo hizo con un 13%.

Durante los últimos cinco años, la compañía ha crecido, en promedio, al 8,33% en términos reales, mientras que la economía lo ha hecho al 4,12%, el comercio al 5,62% y las grandes cadenas del país al 5,82% (gráfico 2).

Gráfico 2. Variación porcentual en la economía, el sector y el Grupo Éxito



Fuente: equipo de trabajo con base en DANE (2014), Fenalco (s.f.) y Grupo Éxito (2014)

Según Kantar Worldpanel (2014a), “mientras el promedio de compras para el hogar en el canal moderno en América Latina es del 47%, en Colombia representa el 29% de lo gastado en total”, lo cual pone de manifiesto una significativa oportunidad de crecimiento para el sector. Así mismo en Europa las ventas en supermercados son del 80%.

Tabla 7. Composición del canal minorista en Colombia

Canal tradicional (53% de las ventas)	Canal moderno (29% de las ventas)	Otros
<ul style="list-style-type: none"> • Tiendas de barrio • Minimercados • Panaderías 	<ul style="list-style-type: none"> • Hipermercados • Supermercados • Bodegas 	<ul style="list-style-type: none"> • Droguerías • Ventas por catálogo • Ventas por internet

Fuente: equipo de trabajo con base en Kantar Worldpanel (2014a)

Por otra parte, los participantes en el sector han venido desarrollando negocios complementarios (créditos, seguros, áreas arrendables, entre otros), que les permiten aumentar y diversificar sus ingresos, su posicionamiento de marca y el sostenimiento de los márgenes. Atraen un mayor número de clientes en cada formato. Las cadenas han desarrollado habilidades para atraer clientes a sus tiendas con estrategias de descuento, planes de redención de puntos y días especiales de precios, entre otras, con las cuales se genera un aumento en el gasto cada vez que se visita el punto de venta.

Los determinantes del precio en negocios como el minorista son muchos, por la amplia variedad de productos y servicios, así que la balanza propia de demanda y oferta del mercado regula los precios; empero, en la categoría de alimentos, los precios se encuentran determinados por factores como tiempos de producción y fenómenos climáticos; para negocios como los de artículos electrodigitales, las variaciones en la tasa de cambio son clave, ya que la mayoría de productos son importados. Variables como el transporte o la cantidad de productos sustitutos nacionales o importados son determinantes del precio para cualquiera de las categorías de productos.

Factores macroeconómicos que influyen sobre la industria.

- **Culturales:** pueden ser el gran reto por superar por parte de la industria, ya que existe preferencia sobre las tiendas de barrio por cercanía y la costumbre local de “fiar”.
- **Económicos:** niveles de ingresos bajos. En la medida en que se consolide la clase media, los consumidores migrarán hacia nuevos formatos.
- **Geográficos:** dispersión de la población. En la actualidad, la cadena se encuentra en 87 municipios y con el desarrollo de sus diferentes formatos reconoce que podría llegar a más de 200 poblaciones.

- **De tiempo:** las personas cada vez tienen menos tiempo para ir de compras, por lo que prefieren tiendas de barrio o almacenes de conveniencia (pequeños, cercanos). El comercio minorista ha ido evolucionando hacia dicha tendencia, se han desarrollado y ampliado nuevos formatos y han llegado a país nuevas cadenas. En 2012 se reportó un promedio de 244 visitas al año y en 2014 disminuyó a 225 (Kantar Worldpanel, 2014a). Los colombianos van al supermercado cada 10,7 días, en promedio, es decir, 34 veces al año (Kantar Worldpanel, 2014c).

Indicadores de desempeño de los participantes de la industria:

- **Ventas por m²:** para el comercio minorista es clave optimizar las ventas en el área que operan. En los últimos tres años, Grupo Éxito ha tenido un promedio \$12/m² respecto a sus ventas por el negocio del tipo mencionado.
- **Tiempo de permanencia en tienda:** este indicador ha tomado fuerza en la medida que los consumidores gastan cada vez menos tiempo en los almacenes y requieren potenciar la compra por visita.
- **Visitas por tipo de tienda:** según la consultora Kantar Worldpanel (2014c), “los hogares colombianos durante los seis primeros meses de 2014 visitaron las tiendas de barrio cada 2 días, los mini mercados cada 8 y los supermercados cada 15 días”.
- **Porcentaje de conversión de ventas = número de facturas/Número de visitas a la tienda:** mide la relación entre las visitas a la tienda y aquellas que se convierten en efectivas.
- **Gasto promedio por cliente = venta total/número de clientes que compran:** mide el promedio de compra por cliente y se debe detallar por categoría de producto. A manera de ejemplos de contraste se presentan los siguientes: en el ramo de entretenimiento y su categoría de televisores, el valor promedio de compra para 2014 fue de \$1.249.356, mientras que en alimentos y en la categoría de res fue de \$95.268.
- **Porcentaje de penetración por categoría:** corresponde a cuántos clientes del total que visitan la tienda adquieren productos de determinada categoría. En el año 2014 para la categoría de televisión la penetración fue 4,6 %, la de res 34 %, la de leches líquidas 43,47 %, la de blusa mujer 0,95 % y la de preparación de alimentos 9 %.

Principios legales

En Colombia, la industria del comercio minorista se rige por las mismas leyes establecidas para comerciantes y actores del mercado; no existen limitantes ni reglas antimonopolísticas que impidan alguna forma de expansión, como tampoco unos lineamientos en la relación que mantienen las grandes superficies con sus proveedores o empleados.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

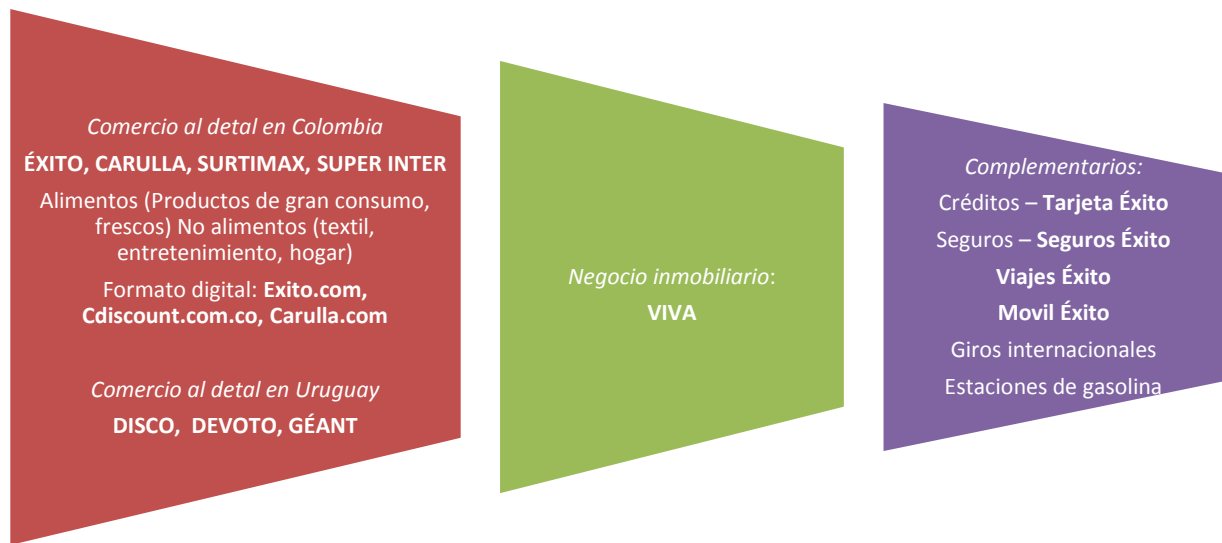
Grupo Éxito es una de los agentes económicos más importantes del mercado colombiano y el principal actor minorista (comercio al detal). En la actualidad es el operador más grande de almacenes de cadena en Colombia y en Uruguay, países en los que concentra su operación, y su historia data de la integración de distintas compañías y eventos que han sucedido.

La empresa opera en todo el territorio nacional, en ciudades principales e intermedias con sus diferentes formatos y marcas. Para finales de 2013 tenía presencia en 87 municipios de Colombia, con 470 tiendas (163 Éxito, 74 Éxito Express, 85 Carulla, 146 Surtimax y dos HomeMart) y 54 almacenes en Uruguay (28 Disco, 24 Devoto, dos Géant) (Grupo Éxito, 2013b), para un total de 524. En 2014 adquirió la cadena Super Inter y adicionó 19 tiendas y una opción de compra de otras 31, para finalizar el año con 591 almacenes y un área comercial total de 898 mil m².

En la actualidad, la compañía se enfoca hacia el desarrollo del negocio inmobiliario por medio de centros comerciales de la marca propia VIVA y a la fecha cuenta con diez en distintas ciudades del país. Planea agregar 500.000 m² en los próximos años, con ocho nuevos complejos.

Negocios y marcas:

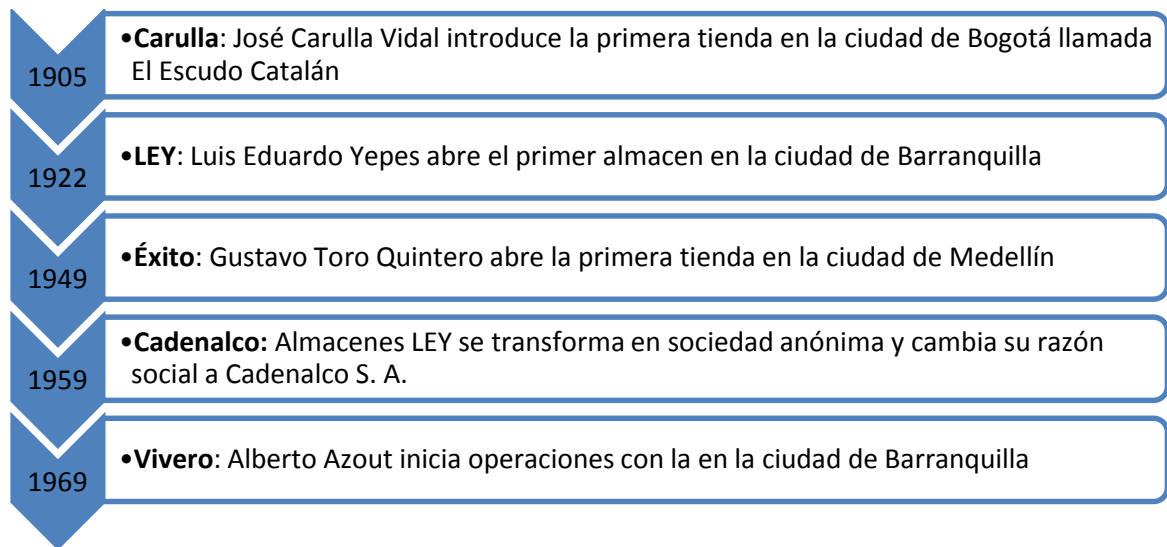
Grafico 3. Negocios y marcas



Fuente: equipo de trabajo con base en Grupo Éxito (2014)

Historia - Línea de tiempo

Tabla 8. Historia - Línea de tiempo



1990-1999

- 1994: Éxito lista su acción en distintas bolsas de valores del país (Bogotá, Medellín y Occidente)
- 1995: Éxito compra el 10,5% de las acciones de Cativen en Venezuela
- 1998: lanzamiento del formato en línea **www.exito.com**
- 1999: CASINO compra 25% de las acciones de Éxito y este se convierte en accionista mayoritario de Cadenalco

2000-2009

- 2001: Fusión entre Éxito y Cadenalco
- 2005: Comienza operaciones el **negocio inmobiliario** con centro comercial en Neiva / Nace **Tarjeta Éxito** en alianza con Bancolombia
- 2007: Grupo Casino adquiere la mayoría accionaria de Almacenes Éxito / Éxito adquiere mayoría accionaria Carulla - Vivero / Nace **Viajes Éxito** / Emisión internacional de acciones a través de GDS (Global Distribution Systems)
- 2008: Inicio de **Seguros Éxito** / Nace **Surtimax**
- 2009: Alianza comercial entre Éxito y Cafam / Emisión en mercado local

2010-2014

- 2010: Fusión entre Éxito y Carulla / Nace **Éxito Express** / Éxito sale de Venezuela
- 2011: **Entrada a Uruguay** - Adquisición del 100% de acciones de **Spice Investments Mercosur (Disco, Devoto)**/ Importante emisión de acciones
- 2012: Inauguración del primer **VIVA** en Medellín
- 2013: Expansión en Uruguay / Compra de La Cabaña
- 2014: Adquisición de cadena **Super Inter** en Valle del Cauca / Alianza con **C-Discount**

Fuente: equipo de trabajo con base en Grupo Éxito (2014)

Análisis DOFA: debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas**Tabla 9.** Análisis DOFA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<p>Posición dominante dentro del sector minorista en Colombia y Uruguay (45% en Colombia y 44% Uruguay a fines del primer semestre de 2014)</p> <p>Bajo nivel de endeudamiento (2,3% del total de activos)</p> <p>Multiformato, multimarca</p> <p>Complemento de integración de la oferta de productos con servicios adicionales – Diversificación de ingresos</p> <p>Sólida posición financiera para crecimiento orgánico e inorgánico</p> <p>Desarrollo y mayor penetración del canal virtual</p> <p>Posicionamiento y desarrollo de marcas</p> <p>Eficiencia operativa en compras, ventas y logística</p>	<p>Estacionalidad de la venta en eventos (ejemplo: negocio de juguetería)</p> <p>Dependencia de negocios (ejemplo: negocio de electrodigital en temporadas)</p> <p>Demora en procesos internos (ejemplo: ingreso de un nuevo proveedor)</p>
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<p>Mayor penetración de los almacenes de cadena en ventas del comercio minorista (menos del 50% del gasto de colombianos se realiza en grandes cadenas y crecimiento de la clase media)</p> <p>Posibilidad de llegar a nuevos y distintos segmentos de la población con formatos adaptables</p> <p>Crecimiento y consolidación de una clase media (Kantar Worldpanel (2014b))</p> <p>Músculo financiero - Caja para adquisiciones dentro y fuera del país – Crecimiento inorgánico</p> <p>Uruguay: implementación de nuevos negocios: créditos, programa fidelización y otros formatos</p> <p>Desarrollo de marcas propias</p>	<p>Preferencia de las tiendas de barrio por cercanía y, en algunos casos, facilidades de pago - Asunto cultural</p> <p>Alto impacto de políticas gubernamentales (incremento de tasas impositivas y CREE)</p> <p>Disminución de visitas al canal moderno (usuarios cuentan con menos tiempo, aumento de gasto de ocasión y disminución del número de visitas a grandes superficies) (Kantar Worldpanel, 2014a)</p> <p>Entrada de competidores internacionales al mercado local</p>

Fuente: equipo de trabajo con base en Fitch Ratings (2014)

Productos y servicios

Grupo Éxito posee un complemento multiformato y multimarca que le permite llegar a diferentes clientes, estratos y segmentos de la población, en los que se destacan sus unidades minorista, inmobiliaria y otros complementarios. Por medio del canal virtual

www.exito.com lleva variedad de productos y servicios a los consumidores. Además, la compañía cuenta con un portafolio de marcas propias bien posicionadas.

Gráfico 4. Productos y marcas



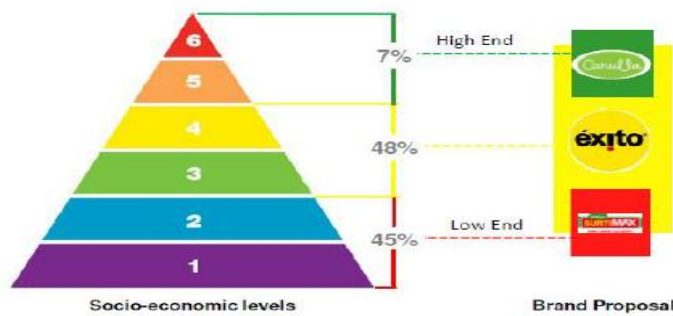
Fuente: Grupo Éxito (s.f.a)

Estrategia

La estrategia de crecimiento del Grupo Éxito en la actualidad está basada en tres puntos fundamentales:

- En primer lugar, el crecimiento inorgánico: capacidad de la compañía de crecer mediante adquisiciones de otros minoristas y tiendas en los mercados local o regional.
- Crecimiento del negocio inmobiliario: aumento en la cantidad de área comercial arrendable por medio de la construcción de centros comerciales de la marca VIVA.
- En tercer lugar, un desarrollo orgánico: aumento en la cantidad de tiendas que se manejan en distintos formatos, en lo primordial en formatos de descuentos, como Surtimax, y tiendas de conveniencia Éxito Express, así como el aprovechamiento de clientes para el desarrollo de negocios complementarios entre los que se encuentran créditos, seguros, viajes, giros y celulares.

Gráfico 5. Propuesta de marcas de Éxito en Colombia



Fuente: Grupo Bancolombia (2013)

Se estima que, para finales de 2014, el 35% de la utilidad del Grupo corresponderá a negocios distintos al comercio minorista.

Análisis de los competidores

En los últimos diez años, Colombia ha mantenido un crecimiento económico sostenido, factor que ha impulsado el desarrollo de compañías tradicionales y motivado la llegada de nuevos participantes al mercado colombiano.

Para 2013, Grupo Éxito se consolidó como la compañía dominante del comercio minorista formal en Colombia, con un 43% de participación de mercado; así mismo, para el primer semestre de 2014 la compañía había alcanzado una penetración del 46% (Grupo Éxito con Súper Inter). Sus principales competidores en el país son los detallados a continuación, correspondiente a las ventas por almacén al cierre de 2013:

Tabla 10. Ventas minoristas por almacén en 2012 y 2013

Ventas Retail			
Compañía	2012	2013	Crecimiento
Grupo Éxito	10.229.673	10.696.961	4,6%
Cencosud	3.904.020	3.837.629	-1,7%
Olimpica	3.483.811	3.821.868	9,7%
Alkosto	2.754.673	3.070.803	11,5%
La 14	1.269.194	1.292.984	1,9%
Falabella	1.087.886	1.245.860	14,5%
Makro	909.897	852.792	-6,3%
Super Inter	645.553	819.590	27,0%
Almacenes Flamigo	366.512	397.100	8,3%
PriceSmart	173.095	339.300	96,0%
D1	155.304	294.800	89,8%
Almacenes Zapatoca	193.166	206.576	6,9%
Almacenes EURO	173.164	190.734	10,1%
Almacenes YEP	213.570	188.600	-11,7%
Consumo	151.698	178.900	17,9%

Fuente: equipo de trabajo con base en ANDI (s.f.)

En el caso de Uruguay, Grupo Éxito controla el 45% del mercado a cierre de 2014, seguido por Tata y Multiahorro con 25%.

En el canal tradicional (tiendas de barrio y minimercados), la compañía compite por una mayor participación del comercio minorista. Según estudios de la consultora Kantar WorldPanel (2014a), el 53% del gasto de los colombianos se realiza en ese canal.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

“La Junta Directiva se compone de nueve (9) miembros o directores, elegidos por la Asamblea General de Accionistas para períodos de dos (2) años” (Grupo Éxito, s.f.c). Sus miembros pertenecen a las principales juntas directivas de otras compañías colombianas y han llevado a la compañía a excelentes niveles de desempeño, con crecimientos promedio por encima de la industria y la economía.

Grupo Éxito se ha caracterizado por contar con personal capacitado en distintas áreas, todos con reconocimiento, experiencia y alta formación profesional en Colombia y el exterior. Aunque se considera que su administración ha sido conservadora, su posición frente a nuevos negocios muestra disposición al cambio. A pesar de ser una compañía colombiana administrada con una ideología local, su participación mayoritaria se

encuentra en manos de franceses, los cuales se han ido involucrando cada vez más en el manejo y las decisiones y se espera una visión más internacional en el mediano plazo.

Tabla 11. Miembros de Junta Directiva, directivos y administradores

Miembros de la Junta Directiva	Directivos y administradores:
Felipe Ayerbe Muñoz	Carlos Mario Giraldo Moreno, presidente
Ana María Ibáñez	Carlos Mario Díez Gómez, vicepresidente de <i>retail</i>
Luisa Fernanda Lafaurie	Filipe Da Silva, vicepresidente financiero-administrativo
Arnaud Strasser	Jacky Yanovich Mizrach, vicepresidente de Marca Éxito
Yves Desjacques	José Gabriel Loiza Herrera, vicepresidente comercial
Luis Carlos Uribe Jaramillo	Juan Lucas Vega, vicepresidente de bienes raíces y desarrollo
Philippe Alarcón	Juan Felipe Montoya Calle, vicepresidente de recursos humanos
Bernard Petit	Martín Nova Estrada, vicepresidente de mercadeo
Nicanor Restrepo Santamaría	Carlos Fernando Henao Moreno, secretario general
	Jesús Alberto Quintero, gerente de abastecimiento
	Marcela Quintero, gerente de clientes
	Gladys Elena Estrada Yepes, directora de auditoría

Fuente: equipo de trabajo base en Grupo Éxito (2014)

Independencia en la administración y gobierno corporativo

De acuerdo con el reglamento de la Junta directiva (Grupo Éxito, s.f.c), el presidente de la compañía no hace parte de la misma pero asiste a todas las reuniones con voz y sin voto. Podrá ser miembro de la misma si fuese decisión de la asamblea de accionistas.

Los miembros de Junta Directiva y administradores deben informar las relaciones que sostengan con distintos actores y que pudiesen generar conflicto de intereses.

“En su compromiso con la transparencia, calidad y servicio, Almacenes Éxito S.A. ha venido implementando los procesos y prácticas propios del Buen Gobierno Corporativo.”

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de Almacenes Éxito S. A. se negocia en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y presenta alta bursatilidad, con 447.604.316 acciones suscritas en circulación. Hace parte de los índices más importantes del mercado colombiano, con una participación del 5,102% en el COLCAP para el período de noviembre de 2014 a enero de 2015. Las acciones son de libre flotación en el mercado colombiano.

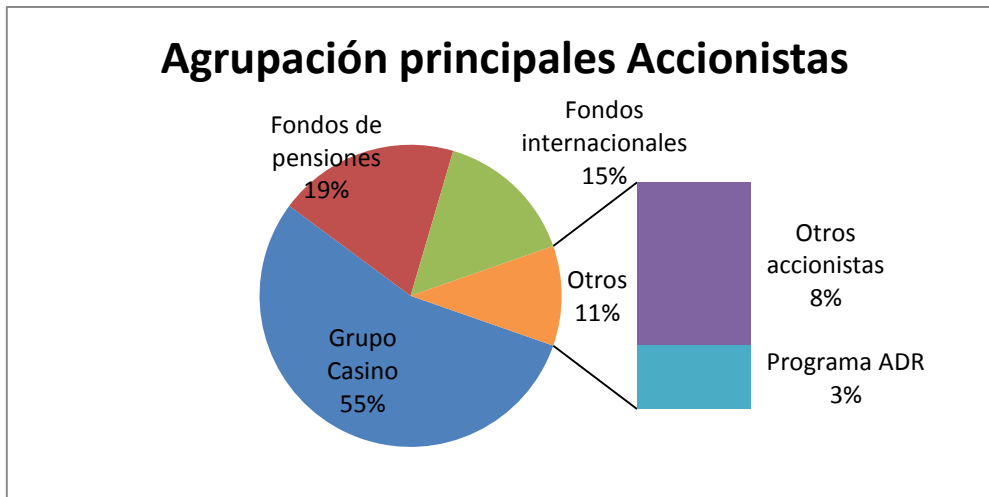
Principales accionistas a 30 de septiembre de 2014

Tabla 12. Principales accionistas a 30 de septiembre de 2014

Nombre del Accionista	Acciones ordinarias	% Part.
Geant International B.V.	172.417.398	38,52%
Geant Fonciere B.V.	47.725.428	10,66%
Fonde de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	39.599.444	8,85%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	24.391.991	5,45%
EXITO ADR Program	13.474.964	3,01%
Latic-Latam Investment Company LLC	12.898.313	2,88%
Oppenheimer Developing Markets Fund	12.282.111	2,74%
Bergsaar B.V.	12.130.244	2,71%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	10.525.000	2,35%
Alianza Fiduciaria S.A. Fideicomiso ADM Sonnenblume	7.558.552	1,69%
Colombiana de Comercio S.A.	7.076.200	1,58%
Fondo Bursatil Ishares COLCAP	5.447.520	1,22%
Inversiones Pinamar S.A.	5.126.735	1,15%
Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund	4.071.587	0,91%
Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.	3.766.908	0,84%
Norges Bank	2.331.216	0,52%
ISHARES MSCI Emerging Markets Index Fund	1.942.093	0,43%
Abu Dhabi Investment Authority	1.815.013	0,41%
SF BARCLAYS Global Investors Services NA	1.648.489	0,37%
Fidelity Funds Sicav	1.470.458	0,33%

Fuente: equipo de trabajo base en Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.)

Gráfico 6. Agrupación de principales accionistas a 30 de septiembre de 2014



Fuente: equipo de trabajo base en Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.)

La compañía maneja una política de dividendos conservadora y en los últimos cinco años el rendimiento del dividendo ha estado, en promedio, en 1,63% y se paga en cuatro cuotas.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgo de tipo de cambio: en vista de que la compañía desarrolla parte de su operación en Uruguay, realiza compras de productos en el exterior y tiene inversiones y obligaciones en diferentes monedas, se encuentra expuesta a variaciones en la tasa de cambio. Para el cubrimiento de estas fluctuaciones se utilizan instrumentos financieros.

Riesgo de escasez de recursos naturales: en su negocio de alimentos, la compañía se encuentra expuesta a escasez de recursos. La mayor parte de los productos consumidos por los clientes (frutas y verduras) provienen de diferentes regiones del país. Fenómenos como las inundaciones pueden llevar a la pérdida de cosechas y escasez de algunos productos en sus diferentes puntos de venta.

Riesgo operativo: debido a que sus operaciones dependen de muchos factores externos, la compañía se puede ver comprometidas, en parte, sus operaciones. Entre los factores que pueden afectarla se encuentra el transporte, sector en el que con frecuencia se observan paros, problema con la calidad de las vías y altas variaciones en costos; de

igual manera, las condiciones climáticas, las huelgas en sectores como el agro y las acciones de grupos al margen de la ley que no permiten el libre desarrollo en algunas regiones.

Riesgo financiero: la sólida posición de caja del Grupo Éxito, el bajo nivel de deuda y las administraciones conservadoras posicionan a la compañía con una estructura financiera sólida entre sus competidores y el mercado en general.

Riesgo de procesos internos: las diferentes estrategias de multiformato, multimarca y multinegocio que posee la compañía hacen que la toma de decisiones y la ejecución de procesos deban ser muy estructuradas, bien planeadas y, en ocasiones, lentas. Por otra parte, se logra un aprovechamiento y se generan sinergias en procesos como logística, transporte y financiero.

Riesgo sindical: menos del 3% de empleados de la compañía forma parte de algún grupo sindical, lo que convierte a Grupo Éxito uno de los generadores de empleo más grandes del país con menor número de trabajadores sindicalizados. Existen dos grupos sindicales que agrupan los empleados: Sintracadenalco y Sintraexito.

Riesgo regulatorio: Colombia se ha destacado durante los últimos años por políticas económicas estables y leyes que favorecen el libre mercado y la libre competencia. Se encuentra en un proceso de ajustes tributarios que han le han generado al gobierno mayores recaudos y mayor cobertura pero, al tiempo, han gravado los capitales grandes con mayores y nuevos impuestos que afectan el resultado final del grupo.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de operación

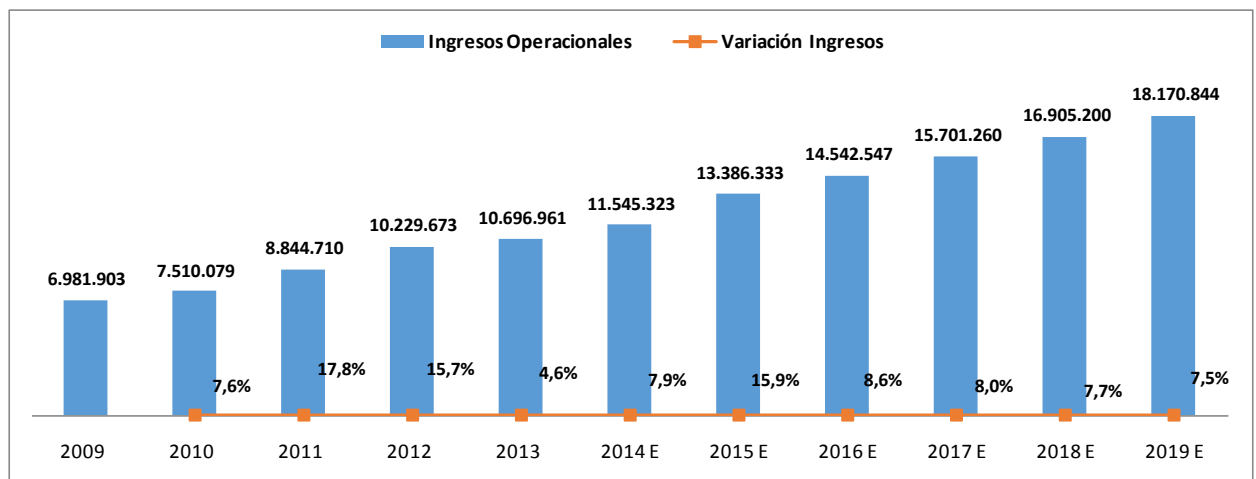
Ingresos operacionales

Las proyecciones de los ingresos suponen un crecimiento estable en la inflación para los próximos años. La compañía espera un incremento por encima de la economía basado en la apertura de nuevas tiendas minoristas, incluida la adquisición de las tiendas Super Inter, que solo en 2015 le genera a la compañía un estimado de \$891.000 millones con 50 tiendas nuevas, el desarrollo del negocio inmobiliario y el sostenimiento de servicios complementarios.

En el caso de Uruguay aún existe incertidumbre y limitaciones para el crecimiento de las ventas por m² y en este análisis se supone que permanece igual la cantidad de tiendas en ese país. La compañía, por su parte, no descarta la implementación de nuevos formatos como los utilizados en Colombia. Para las compañías del sector minorista es muy importante mostrar crecimiento en los ingresos, debido a los bajos márgenes que maneja la industria.

Área arrendable (se suele abreviar como GLA, que proviene de *gross leasable área*): negocio inmobiliario de centros comerciales de la marca propia VIVA. Es el programa de expansión en curso más ambicioso de la compañía, por medio del cual pretende sumar 500.000 m² adicionales en cinco años con una inversión estimada de 1 billón de pesos y la apertura de ocho centros comerciales.

Gráfico 7. Evolución de ingresos operacionales (pesos)

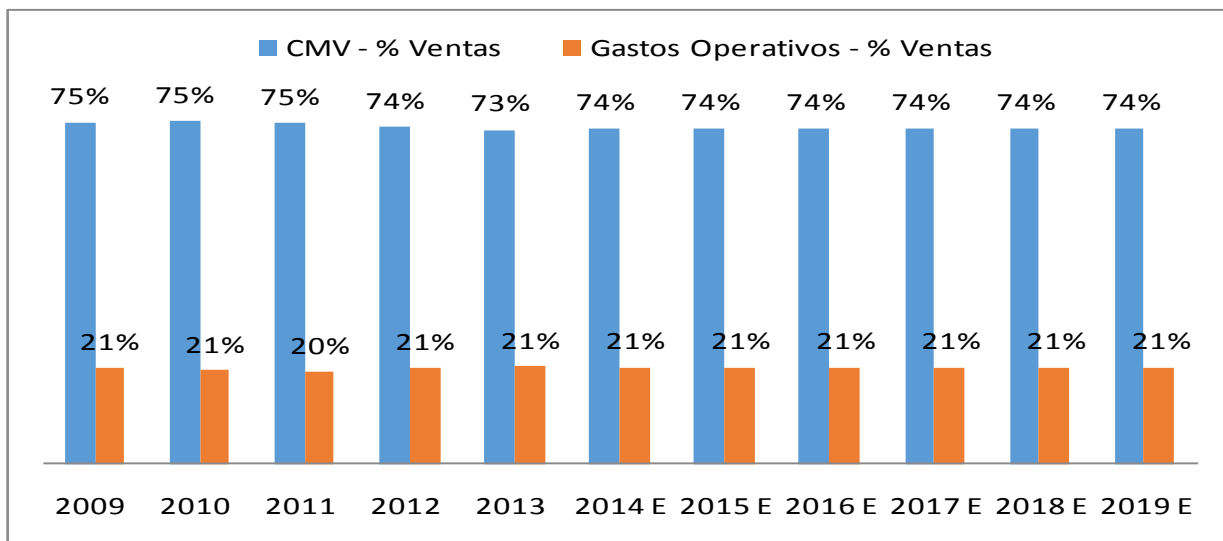


Fuente: equipo de valoración

Costo de la mercancía vendida y gastos de operación

Los costos de la mercancía vendida y los gastos operativos se proyectaron con base en las ventas que, a su vez, incluyen el incremento en la inflación. Estas dos variables representan el 95% de las deducciones a la utilidad operativa, el costo de la mercancía vendida un 74% y gastos operativos 21%.

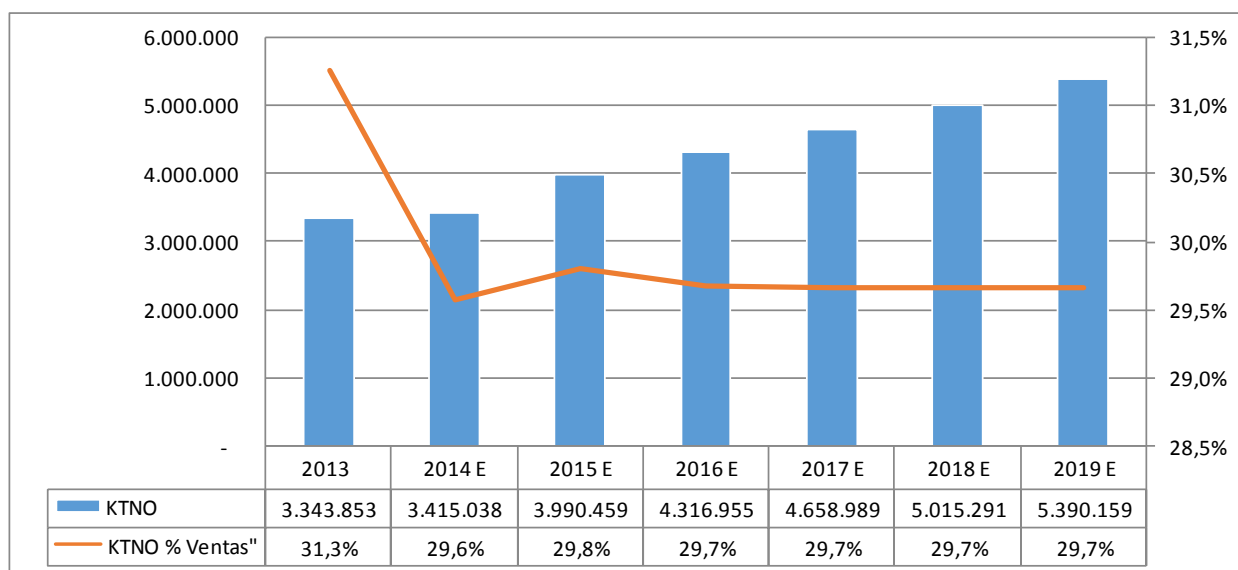
Gráfico 8. Costo de la mercancía vendida y gastos operativos como porcentajes de las ventas



Fuente: equipo de valoración

Capital de trabajo

Gráfico 9. Capital de trabajo neto operativo en valor (pesos) y como porcentaje de las ventas



Fuente: equipo de valoración

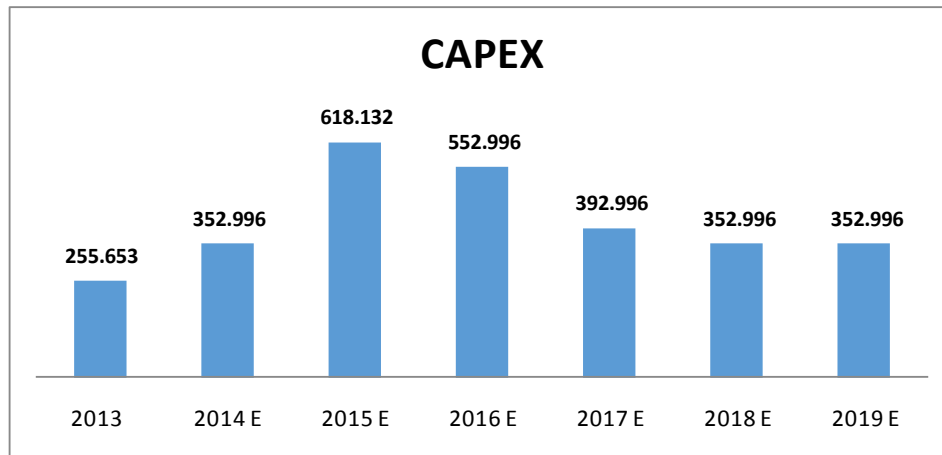
La compañía mantiene su capital de trabajo en alrededor del 30% de sus ventas para los próximos años. Existe un creciente impulso en un modelo denominado VMI (*vendor managed inventory*) en el que el proveedor es el dueño de la mercancía que se exhibe en el punto de venta y se encarga de su administración y exhibición.

CAPEX

En la proyección de este rubro se tuvo en cuenta el plan de inversiones de la compañía representado en la apertura de nuevas tiendas para sus formatos actuales, 50 tiendas Súper Inter en 2015, así como la construcción de 500 mil nuevos m² de área arrendable en 8 centros comerciales por 1 billón hasta 2019.

Se anota que el año 2015 se cancelaron \$200.000 millones por la compra de 19 tiendas de la cadena Super Inter que fueron negociadas durante 2014. Además, se toman en arriendo 31 almacenes, por los cuales paga un 2% de la venta neta de los mismos más \$10.000 millones anuales.

Gráfico 10. CAPEX (pesos)



Fuente: equipo de valoración

Estructura financiera y costo de capital (WACC)

Tabla 13. Estructura financiera y costo de capital (WACC)

% Deuda financiera	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%
% Patrimonio	96,9%	97,1%	97,3%	97,5%	97,7%	97,9%	98,1%
WACC en pesos	10,30%	11,01%	11,30%	10,96%	10,85%	10,96%	11,10%

Fuente: equipo de valoración

Se trabaja de acuerdo con el supuesto que la compañía mantiene constante su deuda financiera, que consiste en unas obligaciones corrientes y unos bonos de largo plazo (IPC + 7,5%), los cuales vencen en 2015 pero se supone que la compañía realiza una nueva emisión a una mejor tasa (IPC + 3%).

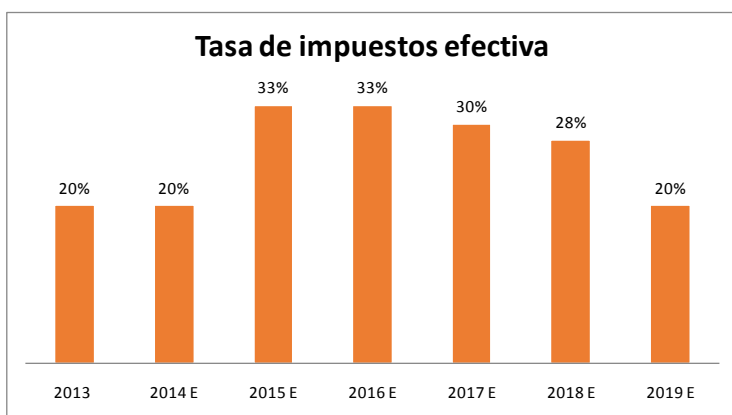
El costo de capital se mantiene, en promedio, alrededor del 11%; sin embargo, la compañía podría optimizarlo en caso de que decida recomponer su estructura por medio de un plan de inversión ambicioso, que contemple la adquisición de alguna compañía en el exterior y para lo cual deba salir a aumentar su nivel de deuda.

Impuestos

La compañía tiene una tasa de impuestos efectivos promedio del 20%, que se verá incrementada hasta un 33% a partir de 2015 por la sobretasa al CREE, para utilidades a partir de \$8.000 millones, y el impuesto a la riqueza, para patrimonio líquido superior a \$1.000 millones.

La inclusión de estas nuevas cargas impositivas en el modelo afecta la inversión; de esta manera, si no se generaran esas cargas adicionales decretadas por el Estado entre 2015 y 2018, la valoración por flujos de caja descontados sería de \$26.641, 6,7% por encima del precio resultante de la valoración.

Gráfico 11. Tasa de impuestos efectiva



Fuente: equipo de valoración

Tabla 14. Tasas impositivas

TASAS IMPOSITIVAS	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Impuesto de renta	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Sobretasa al CREE		5,00%	6,00%	8,00%	9,00%	0,00%
	34%	39%	40%	42%	43%	34%
Impuesto a la riqueza		1,15%	1,00%	0,40%	0,00%	

Fuente: equipo de valoración con base en Congreso de Colombia (2014)

REFERENCIAS

- Asociación Nacional de Empresarios de Colombia, ANDI (s.f.). *Sitio web*. Recuperado el 10 de diciembre de 2014, de: <http://www.andi.com.co>
- Bloomberg (s.f.). *Sitio web*. Recuperado el 10 de enero de 2015, de: <http://www.bloomberg.com>
- Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s.f.). *Sitio web*. Recuperado el 10 de enero de 2015, de: <http://www.bvc.com.co>
- Grupo Éxito S. A. (2014). *Informe de gestión 2013*. Medellín: Grupo Éxito.
- Corredores Asociados (2014a, 7 de marzo). *Grupo Éxito, Actualización precio objetivo*. Bogotá: Corredores Asociados.
- Corredores Asociados (2014b, noviembre). *Grupo Éxito, Actualización cobertura 3T14*. Bogotá: Corredores Asociados.
- Damodaran. (s.f.). Damodaran Online. The Data Page. Recuperado el 10 de diciembre de 2014, de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (s. f.). *Sitio web*. Recuperado el 8 de noviembre de 2014, de: <http://www.dane.gov.co>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2014, junio). *Boletín de prensa: grandes almacenes e hipermercados minoristas aumentaron 4,3% en primer trimestre de 2014* Recuperado el 30 de octubre de 2014, de: https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/almacenes/cp_GAHMC_V_Itrim14.pdf
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2015, febrero). *Boletín técnico: encuesta mensual de comercio al por menor y comercio de vehículos – EMCM - Diciembre de 2014*. Recuperado el 13 de enero de 2015, de: <http://www.dane.gov.co/index.php/comercio-y-servicios/comercio-interno/muestra-mensual-de-comercio-al-por-menor-mmcm>
- Fabregat Feldsztajn, J. (2009). *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Barcelona: Profit.
- Federación Nacional de Comerciantes, FENALCO (s.f.). *Sitio web*. Recuperado el 20 de diciembre de 2014, de: <http://www.fenalco.com.co>
- Fitch Ratings (2014, 14 de abril). *Fitch afirma en AAA (Col) calificación de emisión de bonos ordinarios de Almacenes Éxito S. A.* Recuperado el 15 de julio de 2014: https://www.superfinanciera.gov.co/web_valores/?LO=00000001a6b7c8d90000

Kantar Worldpanel (2014c). *Consumer connection 2014*. Recuperado el 25 de octubre de 2014, de: <http://www.kantarworldpanel.com/co/Noticias/Descifra-los-mitos-y-verdades-del-comprador-colombiano>

Sí son grandes superficies (2014, 10 de mayo). *Dinero*. Recuperado el 19 de agosto de 2014, de: <http://www.dinero.com/edicion-impresa/informe-especial/articulo/grandes-superficies-colombia/201679>

Standard & Poor's 500. Recuperado el 8 de enero de 2015, <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EGSPC+Historical+Prices>

Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.). *Sitio web*. Recuperado el 10 de diciembre de 2014, de: <http://www.superfinanciera.gov.co>

BALANCE GENERAL	GUPO ÉXITO 2009	GUPO ÉXITO 2010	GUPO ÉXITO 2011	GUPO ÉXITO 2012	GUPO ÉXITO 2013
ACTIVO					
ACTIVO CORRIENTE					
DISPONIBLE					
Caja		65.056	457.087	305.135	290.879
Bancos		451.269	1.030.453	1.285.975	1.477.950
	396.110	516.325	1.487.540	1.591.110	1.768.829
INVERSIONES NEGOCIABLES	246.464	280.733	786.142	916.067	981.754
DEUDORES					
Clientes		65.124	92.370	152.566	155.356
Casa matriz		72	72	72	72
Compañías vinculadas Didetexco		0	0	0	0
Compañías vinculadas Otras		0	0	0	0
Deudores varios		276.345	231.982	207.142	270.265
DEUDORES	230.824	341.541	324.424	359.780	425.693
Mercancías para la venta		802.819	965.641	1.059.003	1.131.630
Materias primas		8.337	8.441	5.897	6.656
Productos en proceso		11.474	13.479	8.145	5.747
Producto terminado y confeccionado		6.584	6.025	4.154	2.528
Materiales, repuestos y accesorios		24.108	24.189	22.274	17.110
Inventarios en tránsito		21.185	27.031	51.169	17.250
Provisión para protección de inventarios		-33.598	-50.305	-44.504	-41.996
INVENTARIOS	806.283	840.909	994.501	1.106.138	1.138.925
DIFERIDOS	29.560	41.747	51.401	45.037	42.227
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.709.241	2.021.255	3.644.008	4.018.132	4.357.428
ACTIVO NO CORRIENTE					
Deudores varios	59.441	51.745	37.401	40.775	62.062
Inversiones permanentes	124.835	62.702	84.154	124.956	137.534
Propiedades, planta y equipo	2.161.374	2.149.780	2.265.785	2.248.909	2.274.737
Intangibles	1.021.607	1.004.933	2.099.133	2.105.218	2.101.058
Diferidos	211.039	231.268	343.459	350.604	343.287
Otros activos	285	285	285	285	285
Valorizaciones	1.037.229	1.118.480	1.330.894	1.433.123	1.488.112
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	4.615.810	4.619.193	6.161.111	6.303.870	6.407.075
TOTAL ACTIVO	6.325.051	6.640.448	9.805.119	10.322.002	10.764.503

BALANCE GENERAL	GUPO ÉXITO 2009	GUPO ÉXITO 2010	GUPO ÉXITO 2011	GUPO ÉXITO 2012	GUPO ÉXITO 2013
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
OBLIGACIONES FINANCIERAS	231.946	357.325	73.030	2.722	102.325
Nacionales		1.035.449	1.342.450	1.485.225	1.627.311
Del Exterior		54.428	101.359	168.801	151.924
Compañías vinculadas		0	0	0	0
Compañías vinculadas Didetexco		0	0	0	0
PROVEEDORES	972.810	1.089.877	1.443.809	1.654.026	1.779.235
Dividendos por pagar		20.715	1.006	49.697	60.452
Acreeedores varios		253.182	322.455	347.883	327.804
Compañías vinculadas Didetexco		0	0	0	0
Compañías vinculadas Carulla Holding		0	0	0	0
Casa matriz		0	0	0	18.181
CUENTAS POR PAGAR	179.137	273.897	323.461	397.580	406.437
Impuestos gravámenes y tasas	88.118	61.850	238.096	131.843	167.138
Obligaciones laborales	37.094	50.841	84.575	86.394	102.709
Pasivos estimados	34.690	42.522	44.182	45.017	60.584
Diferidos	0	0	311	450	3.006
Bonos	0	30.350	0	74.650	0
Otros pasivos	15.397	18.330	23.388	35.526	59.830
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.559.192	1.924.992	2.230.852	2.428.208	2.681.264
PASIVO NO CORRIENTE					
Impuestos gravámenes y tasas	0	0	0	49.291	0
Obligaciones financieras	283.664	0	0	0	0
Pasivos estimados	14.085	16.844	17.720	16.636	16.871
Obligaciones laborales	732	575	558	540	488
Diferidos	8.355	15.168	21.980	12.884	9.002
Bonos	255.000	224.650	224.650	150.000	150.000
Otros pasivos	41.731	42.795	62.118	58.986	56.886
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	603.567	300.032	327.026	288.337	233.247
TOTAL PASIVO	2.162.759	2.225.024	2.557.878	2.716.545	2.914.511
INTERES MINORITARIO PATRIMONIO		2.576	8.951	11.560	13.019
INTERES MINORITARIO PYG			566	2.118	1.734
SUBTOTAL INTERES MINORITARIO PATRIMONIO	3.465	2.576	9.518	13.678	14.753
PATRIMONIO					
Capital		3.340	4.482	4.482	4.482
Superávit de capital		2.278.519	4.865.226	4.842.024	4.840.035
Reservas		429.901	584.735	779.482	1.017.109
Revalorización del patrimonio		321.727	134.267	134.267	134.267
Ganancias sin apropiar		6.067	6.067	6.068	6.068
Utilidad del período		254.834	389.455	475.305	434.771
Superavit valorizaciones		1.118.460	1.253.492	1.350.151	1.398.507
TOTAL PATRIMONIO	4.158.827	4.412.848	7.237.724	7.591.779	7.835.239
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	6.325.051	6.640.448	9.805.119	10.322.002	10.764.503

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE GENERAL	GRUPO ÉXITO 2014E	GRUPO ÉXITO 2015E	GRUPO ÉXITO 2016E	GRUPO ÉXITO 2017E	GRUPO ÉXITO 2018E	GRUPO ÉXITO 2019E
ACTIVO						
ACTIVO CORRIENTE						
DISPONIBLE						
Caja	322.064	373.772	406.886	439.157	472.468	507.520
Bancos	1.403.265	1.378.338	1.598.712	1.911.590	2.110.436	2.277.422
	1.725.329	1.752.110	2.005.599	2.350.748	2.582.904	2.784.942
INVERSIONES NEGOCIABLES	1.163.155	1.135.587	1.121.724	1.068.801	1.097.076	1.195.949
DEUDORES						
Clientes	170.721	197.945	215.042	232.176	249.978	268.694
Casa matriz	80	93	101	109	117	126
Compañías vinculadas Didetexco	0	0	0	0	0	0
Compañías vinculadas Otras	0	0	0	0	0	0
Deudores varios	261.952	303.722	329.956	356.246	383.562	412.278
	0	0	0	0	0	0
DEUDORES	432.753	501.759	545.098	588.530	633.657	681.097
Mercancías para la venta	1.145.927	1.328.656	1.443.416	1.558.423	1.677.920	1.803.541
Materias primas	6.564	7.611	8.268	8.927	9.611	10.331
Productos en proceso	7.289	8.451	9.181	9.913	10.673	11.472
Producto terminado y confeccionado	3.509	4.069	4.421	4.773	5.139	5.523
Materiales, repuestos y accesorios	20.651	23.944	26.013	28.085	30.239	32.503
Inventarios en tránsito	36.067	41.818	45.430	49.050	52.811	56.764
Provisión para protección de inventarios	-45.290	-52.511	-57.047	-61.592	-66.315	-71.280
INVENTARIOS	1.174.718	1.362.038	1.479.681	1.597.578	1.720.077	1.848.854
DIFERIDOS	48.203	55.889	60.716	65.554	70.581	75.865
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	4.544.158	4.807.383	5.212.817	5.671.210	6.104.294	6.586.707
ACTIVO NO CORRIENTE						
Deudores varios	56.502	65.511	71.170	76.840	82.732	88.926
Inversiones permanentes	144.734	167.813	182.308	196.834	211.927	227.793
Propiedades, planta y equipo	2.244.399	2.602.289	2.827.056	3.052.308	3.286.353	3.532.393
Intangibles	2.321.831	2.753.187	2.924.590	3.157.614	3.399.734	3.654.262
Diferidos	383.104	444.194	482.560	521.009	560.959	602.956
Otros activos	285	285	285	285	285	285
Valorizaciones	1.611.785	1.868.800	2.030.213	2.191.975	2.360.051	2.536.742
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	6.762.640	7.902.079	8.518.182	9.196.866	9.902.041	10.643.357
TOTAL ACTIVO	11.306.798	12.709.462	13.730.999	14.868.076	16.006.335	17.230.064

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE GENERAL	GRUPO ÉXITO 2014E	GRUPO ÉXITO 2015E	GRUPO ÉXITO 2016E	GRUPO ÉXITO 2017E	GRUPO ÉXITO 2018E	GRUPO ÉXITO 2019E
PASIVO						
PASIVO CORRIENTE						
OBLIGACIONES FINANCIERAS	102.325	102.325	102.325	102.325	102.325	102.325
Nacionales	1.638.160	1.927.348	2.077.351	2.241.120	2.412.113	2.592.146
Del Exterior	169.407	199.313	214.825	231.761	249.444	268.061
Compañías vinculadas						
Compañías vinculadas Didetexco						
PROVEEDORES	1.807.567	2.126.661	2.292.176	2.472.881	2.661.557	2.860.208
Dividendos por pagar	60.667	70.341	76.417	82.506	88.832	95.483
Acreedores varios	373.213	432.726	470.101	507.558	546.476	587.389
Compañías vinculadas Didetexco	0	0	0	0	0	0
Compañías vinculadas Carulla Holding	0	0	0	0	0	0
Casa matriz	18.181	18.181	18.181	18.181	18.181	18.181
CUENTAS POR PAGAR	452.062	521.248	564.699	608.244	653.489	701.053
Impuestos gravámenes y tasas	164.596	190.843	207.327	223.846	241.010	259.054
Obligaciones laborales	102.709	102.709	102.709	102.709	102.709	102.709
Pasivos estimados	58.098	67.362	73.180	79.011	85.069	91.438
Diferidos	1.876	2.175	2.363	2.551	2.747	2.953
Bonos	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos	52.335	60.680	65.921	71.174	76.631	82.369
TOTAL PASIVO CORRIENTE	2.741.568	3.174.004	3.410.701	3.662.741	3.925.538	4.202.108
PASIVO NO CORRIENTE						
Impuestos gravámenes y tasas	0	0	0	0	0	0
Obligaciones financieras	0	0	0	0	0	0
Pasivos estimados	18.492	21.441	23.293	25.149	27.077	29.104
Obligaciones laborales	568	659	716	773	832	894
Diferidos	12.128	14.062	15.277	16.494	17.759	19.089
Bonos	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000
Otros pasivos	63.985	74.188	80.596	87.017	93.690	100.704
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	245.174	260.350	269.881	279.433	289.358	299.791
TOTAL PASIVO	2.986.741	3.434.354	3.680.582	3.942.175	4.214.896	4.501.899
INTERES MINORITARIO PATRIMONIO	13.019	13.019	13.019	13.019	13.019	13.019
INTERES MINORITARIO PYG	1.734	1.734	1.734	1.734	1.734	1.734
SUBTOTAL INTERES MINORITARIO PATRIMONIO	14.753	14.753	14.753	14.753	14.753	14.753
PATRIMONIO						
Capital	4.482	4.482	4.482	4.482	4.482	4.482
Superávit de capital	4.840.035	4.901.153	4.901.153	4.901.153	4.901.153	4.901.153
Reservas	1.437.681	1.904.489	2.362.404	2.865.611	3.428.880	4.053.323
Revalorización del patrimonio	134.267	134.267	134.267	134.267	134.267	134.267
Ganancias sin apropiar	6.068	6.068	6.068	6.068	6.068	6.068
Utilidad del período	482.568	473.374	520.196	582.286	645.524	775.674
Superavit valorizaciones	1.400.203	1.836.522	2.107.094	2.417.282	2.656.312	2.838.445
TOTAL PATRIMONIO	8.305.304	9.260.355	10.035.664	10.911.148	11.776.686	12.713.411
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	11.306.798	12.709.462	13.730.999	14.868.076	16.006.335	17.230.064

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE RESULTADOS	GUPO ÉXITO 2009	GUPO ÉXITO 2010	GUPO ÉXITO 2011	GUPO ÉXITO 2012	GUPO ÉXITO 2013
INGRESOS DE OPERACION					
Ventas	6.644.387	7.154.028	8.390.922	9.705.414	10.129.436
Otros ingresos	337.516	356.051	453.788	524.259	567.525
TOTAL INGRESOS DE OPERACIÓN	6.981.903	7.510.079	8.844.710	10.229.673	10.696.961
COSTO DE VENTAS	(5.243.066)	(5.646.083)	(6.610.665)	(7.559.872)	(7.854.807)
UTILIDAD BRUTA	1.738.837	1.863.996	2.234.045	2.669.801	2.842.154
GASTOS DE OPERACION					
Salarios y prestaciones sociales	(467.067)	(548.367)	(669.037)	(878.621)	(928.540)
Otros de administración y ventas	(733.284)	(705.233)	(822.024)	(932.455)	(981.588)
Depreciaciones y amortizaciones	(283.608)	(291.932)	(319.662)	(364.558)	(387.438)
TOTAL GASTOS DE OPERACIÓN	(1.483.959)	(1.545.532)	(1.810.723)	(2.175.634)	(2.297.566)
UTILIDAD OPERACIONAL	254.878	318.464	423.322	494.167	544.588
INGRESOS Y EGRESOS NO OPERACIONALES					
Ingresos financieros	49.303	83.204	164.537	226.390	161.368
Dividendos y participaciones	-	473	933	533	12
Utilidad metodo de participación	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES	49.303	83.677	165.470	226.923	161.380
Gastos financieros	(161.776)	(124.913)	(157.771)	(139.972)	(81.807)
Perdida metodo de participación	-	-	-	-	-
Otros Ingresos y gastos no operacionales	51.889	9.575	(7.553)	(20.146)	(74.465)
TOTAL EGRESOS NO OPERACIONALES	(109.887)	(115.338)	(165.324)	(160.118)	(156.272)
TOTAL INGRESOS Y EGRESOS NO OPERACIONALES	(60.584)	(31.661)	146	66.805	5.108
PARTICIPACION INTERES MINORITARIOS	(182)	(81)	(566)	(2.118)	(1.872)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	194.112	286.722	422.902	558.854	547.824
Corriente	(61.445)	(48.780)	(32.786)	(66.440)	(85.407)
Diferido	14.635	16.892	(661)	(17.109)	(24.010)
IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS	(46.810)	(31.888)	(33.447)	(83.549)	(109.417)
UTILIDAD NETA	147.302	254.834	389.455	475.305	438.407

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE RESULTADOS	GRUPO ÉXITO 2014E	GRUPO ÉXITO 2015E	GRUPO ÉXITO 2016E	GRUPO ÉXITO 2017E	GRUPO ÉXITO 2018E	GRUPO ÉXITO 2019E
INGRESOS DE OPERACION						
Ventas	10.908.500	12.660.730	13.670.007	14.731.556	15.848.082	17.022.433
Otros ingresos	636.823	725.604	872.540	969.704	1.057.118	1.148.412
TOTAL INGRESOS DE OPERACIÓN	11.545.323	13.386.333	14.542.547	15.701.260	16.905.200	18.170.844
	7,9%	15,9%	8,6%	8,0%	7,7%	7,5%
COSTO DE VENTAS	(8.504.959)	(9.861.154)	(10.712.889)	(11.566.464)	(12.453.357)	(13.385.704)
UTILIDAD BRUTA	3.040.364	3.525.179	3.829.658	4.134.796	4.451.843	4.785.140
GASTOS DE OPERACION						
Salarios y prestaciones sociales	(996.901)	(1.155.867)	(1.255.702)	(1.355.753)	(1.459.709)	(1.568.994)
Otros de administración y ventas	(1.055.908)	(1.224.282)	(1.330.027)	(1.436.000)	(1.546.109)	(1.661.862)
Depreciaciones y amortizaciones	(414.805)	(480.949)	(522.490)	(564.121)	(607.376)	(652.849)
TOTAL GASTOS DE OPERACIÓN	(2.467.614)	(2.861.098)	(3.108.219)	(3.355.874)	(3.613.195)	(3.883.705)
UTILIDAD OPERACIONAL	572.750	664.081	721.439	778.922	838.648	901.435
INGRESOS Y EGRESOS NO OPERACIONALES						
Ingresos financieros	214.836	249.094	270.609	292.170	314.573	338.124
Dividendos y participaciones	307	356	387	418	450	484
Utilidad metodo de participación	-	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES	215.143	249.450	270.996	292.588	315.023	338.608
Gastos financieros	(131.128)	(148.827)	(152.409)	(163.190)	(174.392)	(186.167)
Perdida metodo de participación	-	-	-	-	-	-
Otros Ingresos y gastos no operacionales	(51.554)	(59.775)	(64.938)	(70.112)	(75.488)	(81.139)
TOTAL EGRESOS NO OPERACIONALES	(182.682)	(208.602)	(217.347)	(233.302)	(249.879)	(267.306)
TOTAL INGRESOS Y EGRESOS NO OPERACIONALES	32.461	40.848	53.649	59.286	65.144	71.301
PARTICIPACION INTERES MINORITARIOS	(2.205)	(2.557)	(2.778)	(2.999)	(3.229)	(3.471)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	603.006	702.372	772.310	835.209	900.562	969.265
Corriente	(94.010)	(198.215)	(218.265)	(216.318)	(215.568)	(151.111)
Diferido	(26.429)	(30.784)	(33.849)	(36.605)	(39.470)	(42.481)
IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS	(120.439)	(228.998)	(252.114)	(252.923)	(255.038)	(193.592)
UTILIDAD NETA	482.568	473.374	520.196	582.286	645.524	775.674

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FLUJO DE CAJA LIBRE	GUPO ÉXITO 2009	GUPO ÉXITO 2010	GUPO ÉXITO 2011	GUPO ÉXITO 2012	GUPO ÉXITO 2013
EBITDA	538.486	610.396	742.984	858.725	932.025
Utilidad operacional	254.878	318.464	423.322	494.167	544.587
Depreciaciones y amortizaciones	283.608	291.932	319.662	364.558	387.438
Impuestos		(86.659)	(108.278)	(143.929)	(168.017)
UODI		231.805	315.044	350.238	376.570
FLUJO DE CAJA BRUTO		523.737	634.706	714.796	764.008
VARIACIÓN KTNO		28.276	(217.457)	(63.224)	(26.509)
Activos corrientes operativos		145.343	136.475	146.993	98.700
DEUDORES		110.717	(17.117)	35.356	65.913
INVENTARIOS		34.626	153.592	111.637	32.787
Pasivos corrientes operativos		117.067	353.932	210.217	125.209
PROVEEDORES		117.067	353.932	210.217	125.209
FLUJO DE CAJA OPERATIVO		495.461	852.163	778.020	790.517
CAPEX		152.488	344.925	210.339	255.653
FLUJO DE CAJA LIBRE		342.973	507.237	567.680	534.864

FLUJO DE CAJA LIBRE	GRUPO ÉXITO 2014E	GRUPO ÉXITO 2015E	GRUPO ÉXITO 2016E	GRUPO ÉXITO 2017E	GRUPO ÉXITO 2018E	GRUPO ÉXITO 2019E
EBITDA	987.555	1.145.030	1.243.929	1.343.043	1.446.024	1.554.284
Utilidad operacional	572.750	664.081	721.439	778.922	838.648	901.435
Depreciaciones y amortizaciones	414.805	480.949	522.490	564.121	607.376	652.849
Impuestos	(185.160)	(194.735)	(323.067)	(349.380)	(353.834)	(360.619)
UODI	387.591	469.346	398.372	429.541	484.814	540.817
FLUJO DE CAJA BRUTO	802.396	950.295	920.862	993.662	1.092.191	1.193.665
VARIACIÓN KTNO	14.521	(62.768)	(4.534)	(19.376)	(21.050)	(22.434)
Activos corrientes operativos	42.853	256.326	160.981	161.329	167.626	176.217
DEUDORES	7.060	69.007	43.338	43.432	45.127	47.440
INVENTARIOS	35.793	187.320	117.643	117.897	122.499	128.777
Pasivos corrientes operativos	28.332	319.095	165.515	180.705	188.676	198.651
PROVEEDORES	28.332	319.095	165.515	180.705	188.676	198.651
FLUJO DE CAJA OPERATIVO	787.874	1.013.063	925.396	1.013.038	1.113.241	1.216.099
CAPEX	352.996	618.132	552.996	392.996	352.996	352.996
FLUJO DE CAJA LIBRE	434.878	394.931	372.400	620.042	760.244	863.103

VALORACION POR FLUJO DE CAJA LIBRE

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WACC	10,30%	11,01%	11,30%	10,96%	10,85%	10,96%	11,10%
g							2,0%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Flujo de Caja Libre	534.864	434.878	394.931	372.400	620.042	760.244	863.103
Valor Presente del FCL		434.878	354.849	302.488	455.171	501.429	

Valor presente del flujo de caja libre	2.048.814
Valor a perpetuidad	9.627.523
Valor presente de perpetuidad	6.349.963
Valor de la operación	8.398.778
+ Caja, bancos e inversiones temporales	2.888.484
+ Inversiones permanentes	144.734
Valor de la empresa	11.431.996
-Valor de la deuda actual	252.325
Valor del patrimonio	11.179.671
Valor por acción \$	24.977

DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolda de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585