

Almacenes Éxito S. A.

BVC: Éxito

Cobertura continua

Fecha de valoración: 24 de agosto de 2020

Recomendación: comprar

Precio de la Acción y Valor del IGBC

Soportados en la estrategia y resultados recientes del Grupo Éxito, luego del retiro de la operación en Brasil en 2019 y considerando el contexto macroeconómico en el corto plazo con decrecimiento en el PIB de Colombia, Uruguay y Argentina, se estima un precio objetivo para diciembre de 2020 de \$16.880, superior al precio actual de la acción de \$11.400.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

INDICADOR	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBITDA	1.074.780	1.128.031	1.226.254	1.411.707	1.545.126	1.691.585
NOPLAT	383.752	392.104	430.879	535.709	596.195	659.437
WACC	15,29%	13,94%	14,45%	15,57%	15,62%	15,91%
FCL		270.689	532.160	624.692	597.350	471.643
ROIC	3,22%	3,13%	3,37%	4,20%	4,65%	5,02%
Margen EBITDA	7,03%	6,71%	6,71%	7,21%	7,36%	7,45%
ROA	5,82%	1,54%	1,73%	2,05%	2,07%	2,60%
ROE	10,93%	3,27%	3,84%	4,06%	4,22%	5,31%
EPS	2.061	553	667	724	773	1.009
CFPS		605	1.189	1.396	1.335	1.054
SSS*	4,0%	4,74%	4,85%	4,93%	5,03%	5,13%

*SSS= crecimiento en ventas de tiendas existentes.

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP \$4.726.702 MM (USD \$1.249 MM)

Número de acciones en circulación: 447.604.316

Volumen promedio diario del último año: COP \$5.068 MM y 295.197 acciones por día (de agosto de 2019 a julio de 2020)

Bursatilidad: baja

Participación en el índice: COLCAP: 0,14%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Beta: 0,83

Rango en el último año: COP \$10.000-COP 17.980 (de agosto de 2019 a julio de 2020)

Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín-Colombia

Industria: comercio minorista-retail

Descripción: compañía colombiana del sector comercio, cuya actividad principal es la adquisición, procesamiento, transformación, venta y en general, la distribución, bajo cualquier modalidad comercial, de toda clase de mercancías y productos nacionales y extranjeros.

Productos y servicios: Productos de consumo masivo

Sitio web de la compañía: www.grupoexito.com.co

Analistas:

Sergio Andrés Trout Rodríguez
Daniel Esteban Ariza Beltrán

Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Figura 1. Precio de la acción del Grupo Éxito (24 de agosto de 2020)



Fuente: "Precio de la acción" (2020).

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Desde una perspectiva fundamental, basada en la estimación y análisis del Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD), descontado al Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) del Grupo Éxito para los años 2020 al 2024, se recomienda la compra de la acción, dado el mayor valor de esta comparada con el precio de mercado (\$16.880 vs. \$11.400).

TESIS DE INVERSIÓN

Aunque las estimaciones están soportadas en los resultados recientes y en la estrategia de la empresa, sustentada en una cobertura denominada omnicanal, en el desarrollo y crecimiento de nuevos formatos tales como Éxito Wow, Carulla Fresh Market y Fresh Market para Uruguay, y el control de los costos y gastos, algunas variables de la valoración son conservadoras, con una tasa de

crecimiento de perpetuidad (g) del 0%, sosteniendo las pérdidas actuales de Argentina (-4,20%) y disminuyendo los niveles de crecimiento de los almacenes Éxito diferentes al formato Wow (4,62%).

Como parte del proyecto de simplificación corporativa liderado por Casino (principal accionista del Grupo), al cierre del 2019 se vendieron las operaciones en Brasil, concentrando la gestión del Éxito en Colombia, Uruguay y Argentina, con participación sobre los ingresos en el mismo año de 76,79%, 16,86% y 6,34%, respectivamente (“Información financiera”, 2020).

La estrategia corporativa de la empresa está sustentada en crear un modelo omnicanal para cubrir las necesidades de los clientes por diferentes medios, incluyendo los digitales, integrándose al fortalecimiento de las nuevas marcas como Éxito WOW, Carulla Fresh Market y Fresh Market en Uruguay, adicionado al control de costos y gastos buscando mejorar los márgenes operativos del negocio (“Información financiera”, 2020).

Según la CEPAL, y dada la coyuntura de la COVID-19, el decrecimiento del PIB para el año 2020 en Colombia será del -5,60%; en Uruguay del -5,00% y en Argentina del -10,5%, con recuperación del indicador para el 2021 (“América Latina y el Caribe: actualización de proyecciones de crecimiento 2020”, 2020). Por su parte, el DANE publicó la baja del PIB colombiano del comercio al por mayor y por menor en el segundo semestre del 2020, siendo de -16,50% (“Boletín técnico del PIB”, 2020).

A pesar de las cifras macroeconómicas mencionadas anteriormente, en el primer semestre del 2020 la organización ha incrementado sus ventas en 7,5%, lo cual corresponde a la implementación oportuna y focalizada de su estrategia, y aunque en el modelo de proyección se tienen variables conservadoras, tales como el “g”, los resultados de Argentina y un crecimiento constante y moderado en las ventas, se considera que el precio actual de la acción en el mercado

está por debajo del precio objetivo estimado al cierre del 2020, por lo cual se recomienda comprar.

VALORACIÓN

Con el fin de proyectar el valor de la acción al cierre del 2020 se elaboró y desarrolló un modelo financiero de los años 2020 al 2024 basado en la metodología del FCLD al WACC.

En el proceso de construcción se efectuaron estimaciones del estado de resultados y el balance de situación financiera proyectando la Utilidad Operativa Después de Impuestos Aplicados (UODI, o NOPLAT por sus siglas en inglés), depreciaciones y amortizaciones de cada periodo y variaciones en el capital de trabajo y en el capex (Capital Expenditures) llevado a cabo.

Se consideró una tasa de continuidad (g) del 0% basada en los supuestos del ROIC y del Investment Rate (Koller, Goedhart y Wessels, 2010), que como resultado promedio generó una g del 0,93%. Como parte del proceso se proyectó el Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC y se tomaron variables de cambio año tras año para obtener un Rolling WACC, tales como la tasa de impuestos y la relación Deuda/Equity (D/E), así se efectuó un ajuste con un factor de iliquidez del 2% dada la baja bursatilidad de la acción en la actualidad (Hooke, 2010).

Para el caso del Rolling WACC se analizaron dos escenarios, el primero con la relación D/E contable de la empresa, generando un precio de la acción de \$16.880 (tabla 1) valorando la misma un 48,07% por encima del precio actual de mercado (\$11.400), y el segundo con el indicador D/E de mercado con los datos de la plataforma de Damodaran (2020) arrojando un precio por acción de \$12.290 (tabla 2), el cual se acerca al precio transado en el momento del informe presentando una variación del 7,81% sobre el mismo.

Cabe mencionar que estas dos estimaciones del WACC y los valores resultantes de las mismas se consideraron con el fin de referenciar al lector del reporte, uno desde el punto de vista práctico (WACC contable) y el otro desde la perspectiva académica (WACC de mercado).

El WACC contable se calculó fundamentados en el uso habitual que se da en la valoración y negociación de empresas en el sector real y en la costumbre y experiencia del reporte Burkenroad.

El WACC de mercado fue desarrollado dada su aplicación en el sector académico y basados en los datos de Damodaran que agrupan las compañías más relevantes a nivel mundial del sector, (retail general, para el caso específico del Grupo Éxito), por lo cual se resaltó la utilidad de evaluar el WACC con esta variable. Además, se tuvo en cuenta la recomendación (Koller, Goedhart y Wessels, 2010) de los autores, en la aplicación de la estructura de capital promedio del sector, el cual fue tomado de Damodaran, y que se aproxima al proceso de mismo de iteración de la metodología sugerida al usar valores a precios de mercado para el caso y cálculo de la estructura de capital de mercado, esto asociado al uso de este criterio cuando las empresas que se están valorando se consideren maduras y cuenten con unos ingresos estables, lo cual es la clasificación del Éxito que se le da a lo largo del informe.

Indicado lo anterior, para efectos de la valoración de la empresa se decidió emplear el WACC de estructura de capital contable siguiendo la aplicación del Burkenroad de hace más de cuatro años atrás, sin embargo, no se desconoce la aplicación teórica y académica del WACC de estructura de capital de mercado y su validación cimentada en los datos de la plataforma de Damodaran (2020).

Como conclusión, en el presente documento se usaron ambos estimativos con la finalidad de que el lector conozca la referencia, los resultados y la aplicación de los mismos, y que sea éste, el que decida según sus criterios (orientación

práctica u orientación académica), cual de los dos estimativos arrojados por ambas metodologías, permita tomar una decisión al momento de considerar una inversión en acciones del Grupo Éxito.

Tabla 1. WACC estructura de capital contable

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
(+) Yield bonos EEUU a 10 años	2,41%	2,69%	1,92%	0,87%	1,23%	1,64%	1,89%	1,89%
(=) Tasa Libre de Riesgo en USD	2,41%	2,69%	1,92%	0,87%	1,23%	1,64%	1,89%	1,89%
Beta desapalancado sector	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
Tasa impuestos Éxito	21,32%	20,66%	31,78%	31,01%	30,24%	29,47%	29,47%	29,47%
Relación Deuda/Equity Éxito	43,15%	53,99%	19,04%	39,26%	45,01%	16,39%	16,25%	16,01%
(X) Beta apalancado Éxito	1,24	1,32	1,04	1,17	1,21	1,03	1,03	1,03
(X)Prima riesgo mercado	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%
(+) EMBI del 2016 al 2019 y CDS Spread del 2020 al 2024	1,73%	2,28%	1,61%	2,43%	2,43%	2,43%	2,43%	2,43%
(+)Factor de ajuste por iliquidez	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
(=) Costo del Equity en USD	17,87%	19,48%	15,43%	16,44%	17,17%	15,85%	16,08%	16,07%
(+) Devaluación (Diferencial Inflación Colombia/EEUU)	1,92%	0,72%	1,95%	1,17%	1,38%	1,38%	1,18%	1,47%
Costo del Equity en COP	19,79%	20,20%	17,38%	17,61%	18,55%	17,22%	17,26%	17,54%
Costo de la Deuda	6,66%	6,27%	6,26%	6,63%	7,65%	7,75%	7,85%	8,15%
WACC	15,40%	14,86%	15,29%	13,94%	14,45%	15,57%	15,62%	15,91%

Tabla 2. WACC estructura de capital de mercado

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
(+) Yield bonos EEUU a 10 años	2,41%	2,69%	1,92%	0,87%	1,23%	1,64%	1,89%	1,89%
(=) Tasa Libre de Riesgo en USD	2,41%	2,69%	1,92%	0,87%	1,23%	1,64%	1,89%	1,89%
Beta desapalancado sector	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
Tasa impuestos Éxito	21,32%	20,66%	31,78%	31,01%	30,24%	29,47%	29,47%	29,47%
Relación Deuda/Equity Éxito	32,10%	32,10%	32,10%	32,10%	32,10%	32,10%	32,10%	32,10%
(X) Beta apalancado Éxito	1,16	1,16	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
(X)Prima riesgo mercado	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%	9,49%
(+) EMBI del 2016 al 2019 y CDS Spread del 2020 al 2024	1,73%	2,28%	1,61%	2,94%	2,94%	2,94%	2,94%	2,94%
(+)Factor de ajuste por iliquidez	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
(=) Costo del Equity en USD	17,11%	17,96%	16,21%	16,51%	16,89%	17,33%	17,57%	17,57%
(+) Devaluación (Diferencial Inflación Colombia/EEUU)	1,92%	0,72%	1,95%	13,69%	12,61%	11,36%	10,57%	11,53%
Costo del Equity en COP	19,03%	18,68%	18,16%	30,21%	29,50%	28,69%	28,15%	29,10%
Costo de la Deuda	6,66%	6,27%	6,26%	6,63%	7,65%	7,75%	7,85%	8,15%
WACC	15,68%	15,35%	14,79%	23,99%	23,64%	23,05%	22,66%	23,44%

Luego de obtener los Flujos de Caja Libre para cada año, se agregaron los activos no operacionales y la deuda financiera neta para hallar el valor del

patrimonio total; al fraccionarlo por el número de acciones en circulación resulta el valor de la acción (tabla 3).

Tabla 3. Valoración por Flujo de Caja Libre Descontado

VP Flujo de Caja Libre	2.496.534
VP Continuidad	3.044.282
= Valor de las operaciones del negocio	5.540.817
+ Efectivo	2.388.684
+ Inversiones temporales	2.087.256
+ Activos no operativos de largo plazo	2.226.937
- Deuda Financiera (D)	-2.970.246
- Otros pasivos	-1.719.149
= Valor del Patrimonio por FCL (E.)	7.554.299
/ Acciones en Circulación	448
= Valor por Acción	16.880

* Cifras en millones COP excepto el valor por acción y las acciones en circulación que corresponden a millones de acciones.

Con los resultados se realizó un análisis de sensibilidad para observar el cambio en el precio de la acción, variando el WACC y el g (tabla 4).

Tabla 4. Análisis de sensibilidad

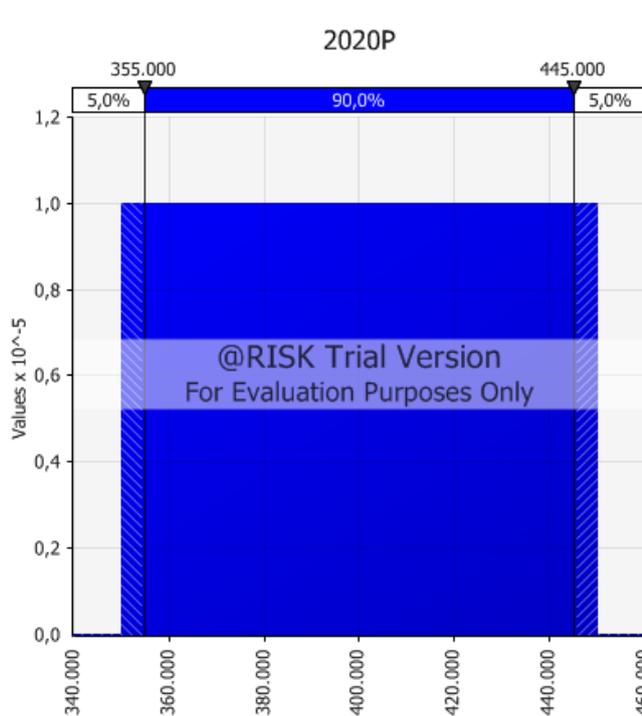
		g									
		0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
W A C C	11,00%	17.205	17.316	17.431	17.550	17.673	17.800	17.931	18.067	18.208	18.354
	11,50%	17.148	17.259	17.373	17.491	17.614	17.740	17.871	18.006	18.147	18.292
	12,00%	17.091	17.202	17.316	17.433	17.555	17.681	17.811	17.946	18.086	18.231
	12,50%	17.035	17.145	17.259	17.376	17.497	17.622	17.752	17.886	18.026	18.170
	13,00%	16.980	17.089	17.202	17.319	17.440	17.564	17.694	17.827	17.966	18.109
	13,50%	16.925	17.034	17.146	17.262	17.383	17.507	17.635	17.768	17.906	18.049
	14,00%	16.870	16.979	17.091	17.206	17.326	17.450	17.578	17.710	17.848	17.990
	14,50%	16.816	16.924	17.036	17.151	17.270	17.393	17.521	17.653	17.789	17.931
	15,00%	16.763	16.870	16.981	17.096	17.215	17.337	17.464	17.595	17.731	17.872
	15,50%	16.710	16.817	16.927	17.041	17.160	17.282	17.408	17.539	17.674	17.815

Para validar la estimación del precio de la acción del modelo financiero se efectuaron una serie de simulaciones con el software @RISK, en las cuales se definieron las variables de entrada que se ven en las siguientes figuras. El NOPLAT, la variación del KTNO (Capital de Trabajo Neto Operativo), el WACC

y el g se seleccionaron para el estudio, dado que son *value drivers* (elementos determinantes) en la proyección del valor de la acción.

El NOPLAT comprende las ventas, costos y gastos de la organización; la misma se definió como una distribución uniforme, acotando los límites en cada periodo en un valor mínimo y máximo relativamente colindante al valor esperado en ese año, suponiendo de esta forma que la variable podría caer con la misma probabilidad en cualquier punto del rango definido, simulando que se podrían presentar situaciones tanto positivas como negativas que influyeran el UODI (figura 2).

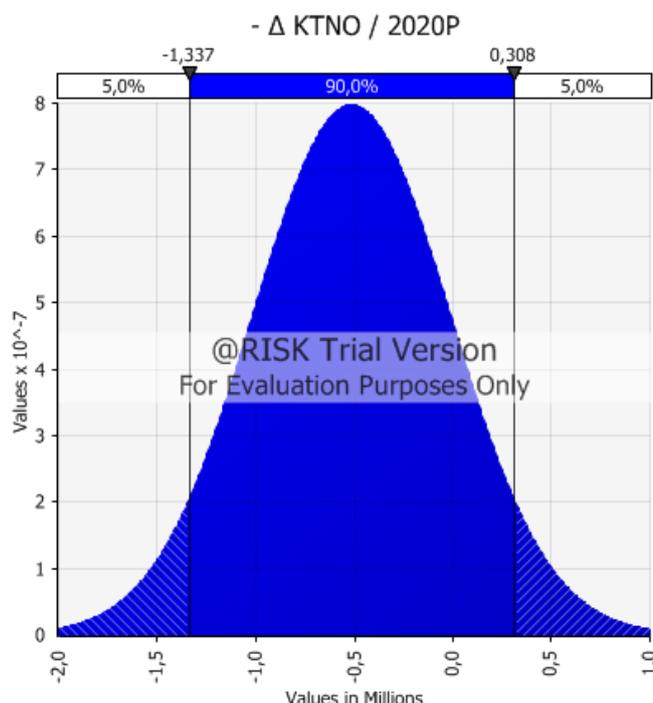
Figura 2. Simulación NOPLAT



El KTNO está representado por las CxC, los inventarios y las CxP que reflejan el diario acontecer de la operación del negocio. Para la simulación se determinó como una distribución normal estimando que el valor más probable de ocurrencia será el promedio de los años proyectados; se retiraron del análisis los años 2020 y 2024 dado que presentan datos atípicos. La media

utilizada fue de COP \$208.981 MM y la desviación estándar de COP \$61.288 (figura 3).

Figura 3. Simulación Δ KTNO



Para el caso del Rolling WACC se tuvo en cuenta la estructura de capital contable y se estableció como una distribución normal con una media de 15,39% y una desviación de 0,64%, dada la baja variabilidad y la estimación constante del mismo (figura 4).

La g fue estipulada como una distribución triangular suponiendo que el valor medio de la misma cuenta con alta probabilidad de ocurrencia. Como se mencionó en la tesis de la inversión la tasa usada en el modelo fue de 0% y la estimada, mediante el producto del ROIC y el Investment Rate, fue de 0,93%; contando con estos valores se decidió usar la distribución triangular teniendo como punto más probable el 0,5% (figura 5).

Figura 4. Simulación Rolling WACC

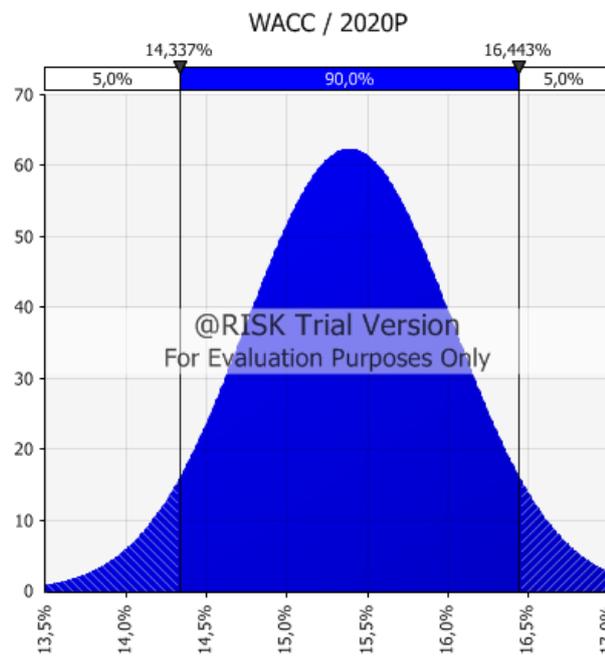
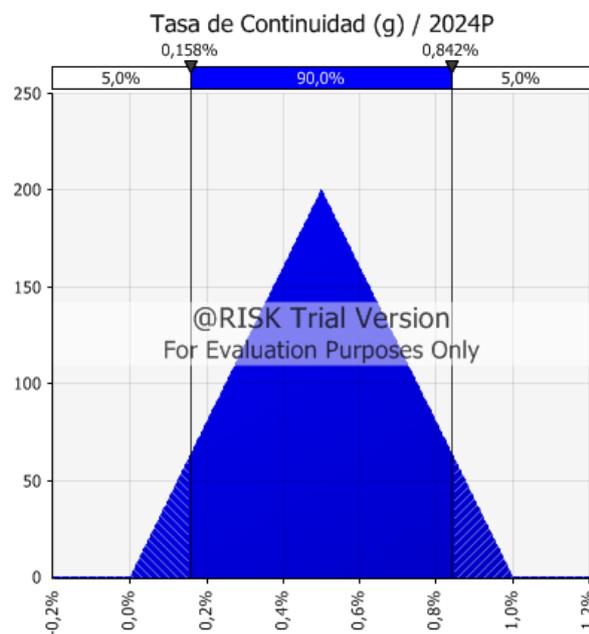


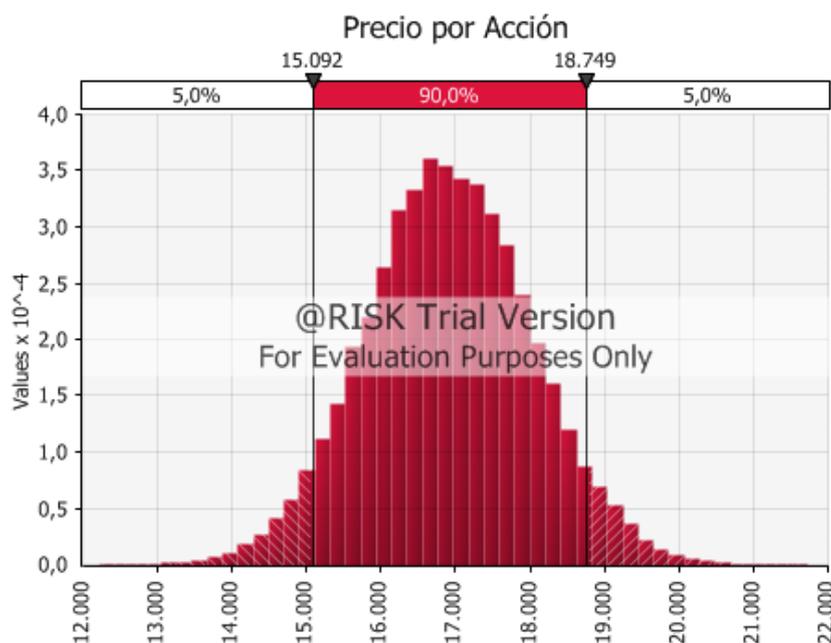
Figura 5. Simulación g



Luego de determinados y parametrizados los datos de entrada se corrió una simulación con 10.000 iteraciones que arrojaron como resultado que el precio de la acción estará entre COP \$15.092 y COP \$18.749, con un 90% de

probabilidad. En la figura 6 se muestra que el precio objetivo (COP \$16.880) se encuentra en el rango de la simulación.

Figura 6. Simulación de rango de precio



Simultáneamente se realizó una valoración por múltiplos teniendo como referencia seis empresas del sector *retail* en América; se compararon los indicadores P/S (Price to Sales), P/E (Price to Earnings), P/B (Price to Book Value), EV/Ebitda (Enterprise Value/Ebitda) y Dividend Yield. Como se puede ver en las tablas 5 y 6 los precios por acción del Éxito para los múltiplos promedio P/S (\$17.660) y EV/Ebitda (\$17.420) son comparables con el precio objetivo estimado de \$16.880.

Tabla 5. Valoración por múltiplos¹

Empresa	P/S	P/E	P/B	EV / EBITDA	DY ¹	DY ¹
Almacenes Éxito S.A.	0,29	17,31	0,74	10,84	17,56%	1,32%
Cencosud	0,38	26,26	0,83	19,82	2,47%	2,47%
Pricesmart	0,62	26,21	2,51	11,34	1,05%	1,05%
Walmart S.A.	0,69	24,76	5,40	12,75	1,66%	1,66%
CBD	0,26	44,27	1,43	1,57	1,25%	1,25%
Inretail Peru Corp	0,86	20,80	2,39	2,39	1,82%	1,82%
Minimo	0,26	17,31	0,74	10,84	1,05%	1,05%
Promedio	0,52	26,60	2,22	13,69	4,30%	1,59%
Maximo	0,86	44,27	5,40	19,82	17,56%	2,47%

Fuente: elaboración propia con base en "Múltiplos" (2019-2020).

¹ El dividendo decretado en el 2020 es excepcional, dado que incluye la transacción por la venta de las acciones del GPA. Dada la excepción del dividendo del 2020, se ajusta el mismo en el estimativo de valoración del Dividend Yield y el precio con los estimados para el año 2020.

Tabla 6. Precio acción Éxito por múltiplos²

	Mínimo	Promedio	Máximo
Ventas netas por acción	34.167	34.167	34.167
Valoración por P/S	0,26	0,52	0,86
Valor Éxito por P/S	8.880	17.650	29.380

Utilidad Neta por acción	2.061	2.061	2.061
Valoración por P/E	17,31	23,07	26,26
Valor Éxito por P/E	35.680	47.550	54.130

Patrimonio contable por acción	18.867	18.867	18.867
Valoración por P/B	0,74	1,58	2,51
Valor Éxito por P/B	13.960	29.810	47.360

Valoración por EV/Ebitda	10,84	13,69	19,82
Valor Éxito por EV/Ebitda	10.580	17.420	32.140

Dividendo por acción²	2.438	2.438	2.438
Valoración por Dividend Yield	1,05%	1,65%	2,47%
Valor Éxito por Dividend Yield	232.190	147.760	98.700

Dividendo por acción²	222	222	222
Valoración por Dividend Yield	1,05%	1,59%	2,47%
Valor Éxito por Dividend Yield	21.160	13.940	9.000

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Según cifras del DANE (“Boletín técnico del PIB”, 2020), en 2019 las ventas minoristas totales aumentaron 6,5% vs. 6,2% del 2018; si se excluyen vehículos y ventas de combustible, las mismas tuvieron un alza del 8,1% en 2019, 270 pb (puntos básicos) más que en 2018, demostrando la tendencia positiva en los años recientes del consumo en la economía. Las tiendas no especializadas enfocadas principalmente en la comercialización de alimentos incrementaron sus ventas en un 8,3%, y alimentos, bebidas y tabaco

² El dividendo decretado en el 2020 es excepcional, dado que incluye la transacción por la venta de las acciones del GPA. Dada la excepción del dividendo del 2020, se ajusta el mismo en el estimativo de valoración del Dividend Yield y el precio con los estimados para el año 2020.

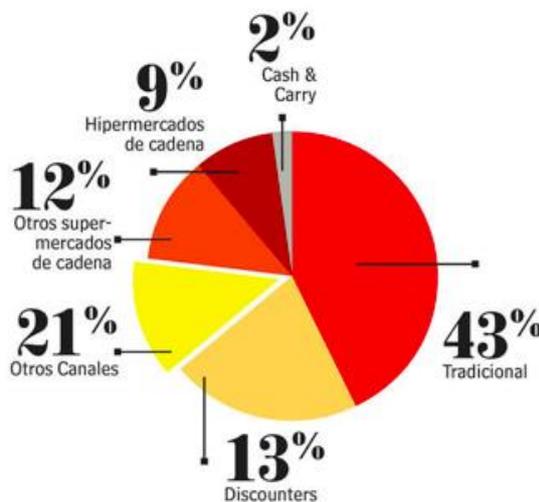
acrecentaron sus ingresos en un 19,2%, contribuyendo en conjunto con 4,6% al total. El comercio minorista masivo presentó un aumento total en las ventas del 10,9% en 2019 vs. 7,9% en 2018.

El mercado retail o minorista en Colombia cuenta con una gama de ofertas de supermercados con varios jugadores locales, regionales e internacionales activos. Los principales formatos son los supermercados e hipermercados, aunque las tiendas tradicionales de barrio y los minimercados siguen siendo populares y generalizados; la figura 7 muestra la participación de mercado por formatos.

En cuanto a formatos, el segmento de descuento ha experimentado crecimiento en Colombia en los últimos años, según Nielsen (“Proceso de medición minorista”, 2020) representa el 13% de todas las ventas minoristas y aunque sigue siendo modesto, ha aumentado desde un 2% en 2014, las cuales han surgido atrayendo clientes por medio de productos con marca propia, a menor precio y, en consecuencia, con mayor acceso para los compradores.

Aparte del Éxito, otros jugadores importantes en Colombia son Olímpica y Cencosud. El primero tiene aproximadamente 330 tiendas (“Olímpica da la pelea por los consumidores con su plan de expansión”, 2017), con una variedad de formatos entre hipermercados, supermercados y farmacias. De los minoristas más grandes solo Olímpica sigue siendo 100% propiedad colombiana. El grupo chileno Cencosud compró el negocio colombiano Carrefour en 2012. Dicho grupo entró al país con el objetivo de construir un imperio latinoamericano y ahora cuenta con 111 tiendas en el país. A principios de 2018 anunció planes para invertir USD \$400 MM en América Latina.

Figura 7. Participación de mercado por formatos

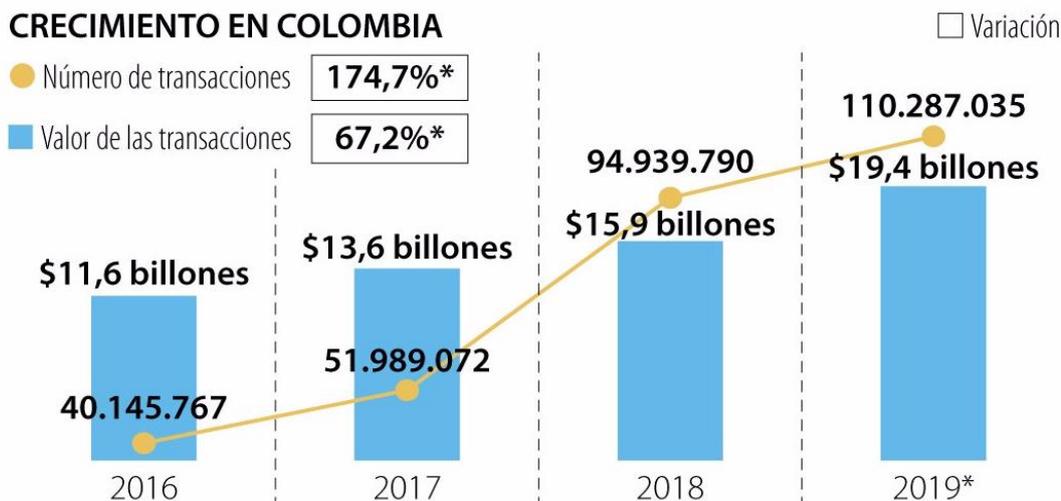


Fuente: “Participación de mercado por formatos” (2020).

En cuanto al comercio electrónico y el mercado en línea, si bien Colombia ocupa un lugar destacado en América Latina en relación con la conectividad a internet, su perfil minorista en línea permanece menos establecido, a pesar de experimentar un crecimiento en los últimos años, como se muestra en la figura 8.

Figura 8. Evolución del comercio electrónico en Colombia

**EVOLUCIÓN DEL COMERCIO ELECTRÓNICO
CRECIMIENTO EN COLOMBIA**



Fuente: MinTic (2020) y Observatorio eCommerce (2020).

Las ventas totales de comercio electrónico alcanzaron un estimado de COP 19,4 billones en 2019 y se espera que esta cifra alcance los COP 26,1 billones en 2021, según el Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones y el Observatorio eCommerce de Colombia. Entre los minoristas en línea importantes se incluyen: Amazon, Cdiscount, Linio, Dafiti, Mercado Libre, Netshoes.com y Cuponatic.

En el entorno económico el sector y la empresa se ven influenciados por aquellos factores que afectan el consumo de las familias. En el 2019 Colombia representó el 76,79% de las ventas del Grupo Éxito, las cuales se encuentran distribuidas en los diferentes formatos de tiendas y estratos socioeconómicos. La figura 9 permite ver aquellos formatos que son afectados por incrementos en indicadores tales como el desempleo, el consumo, el PIB y el PIB del Comercio al por mayor y por menor en Colombia (ver también figura 10).

Figura 9. Distribución de ventas y tiendas por formato en el 2019

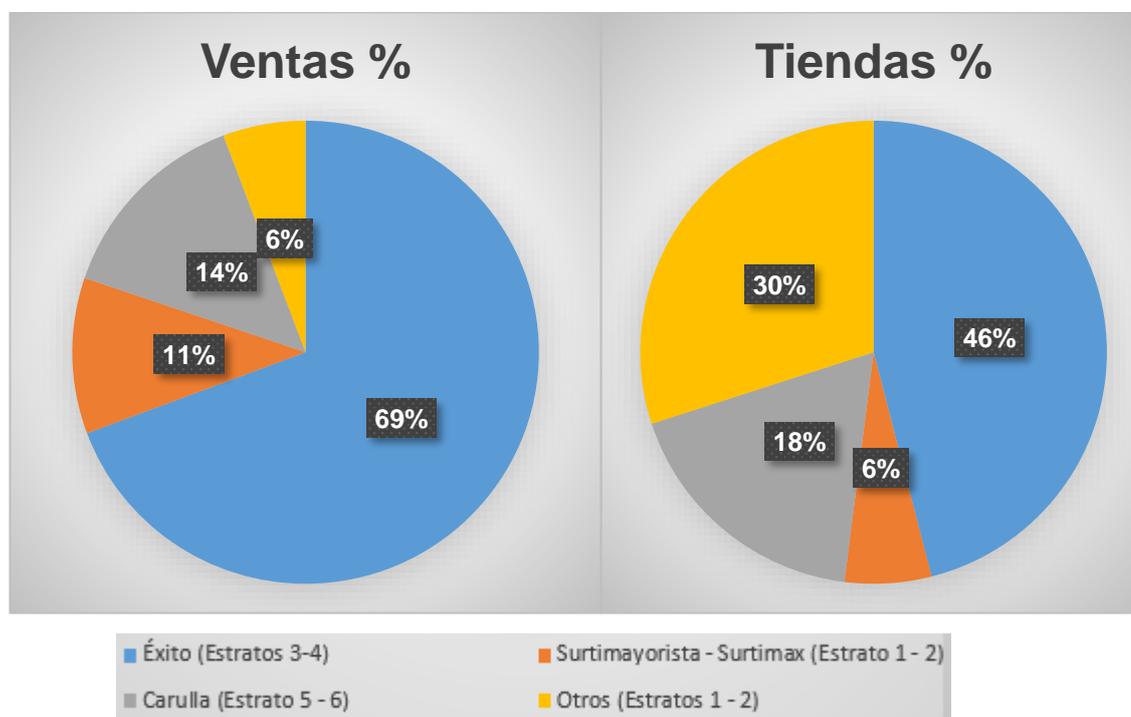
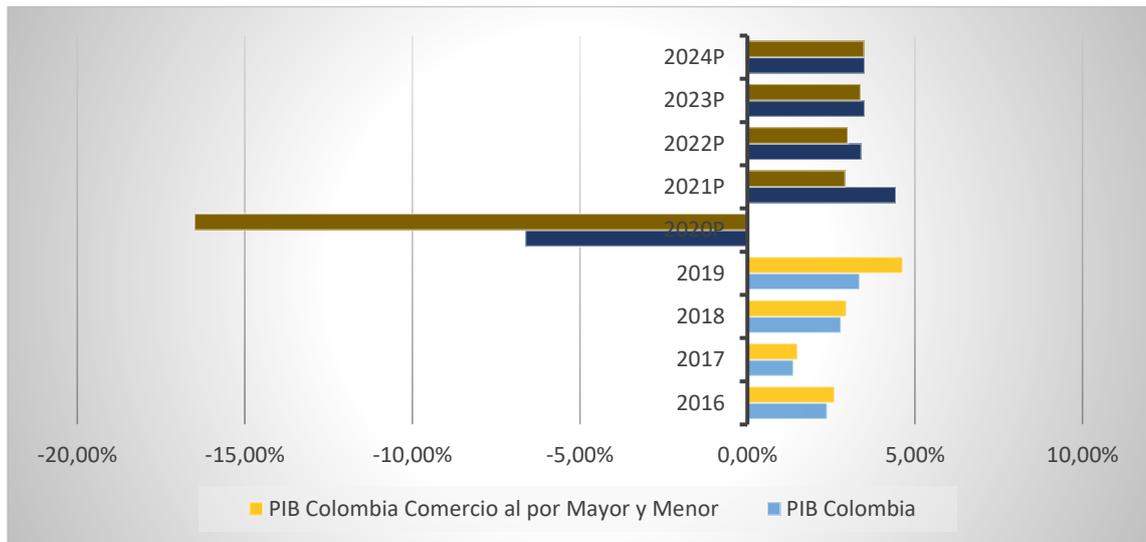


Figura 10. PIB Colombia histórico y proyecciones



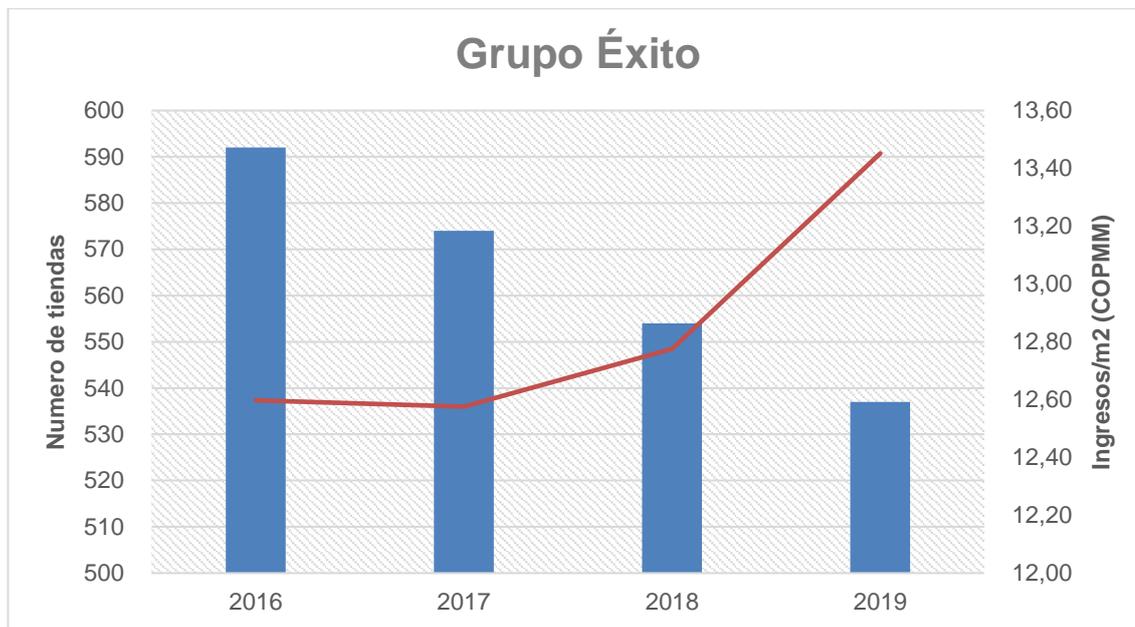
Fuente: elaboración propia con base en “Nuevas proyecciones” (2020), “Boletín técnico del PIB” (2020), Banco Central del Uruguay (2020), “Actualización proyecciones económicas” (2020), “Análisis macroeconómico” (2020) y “Análisis económicos” (2020).

Dos de los principales indicadores que emplea el sector de comercio son las ventas por m² y las ventas Same Store Sales (SSS). A continuación, los resultados recientes del Éxito:

Ventas por m²

Este indicador evalúa la eficiencia en el uso del espacio de sus tiendas. En los últimos cuatro años el Grupo ha aumentado dicha eficiencia reduciendo el número pero creciendo los ingresos por m², como se muestra en la figura 11.

Figura 11. Ventas por m²

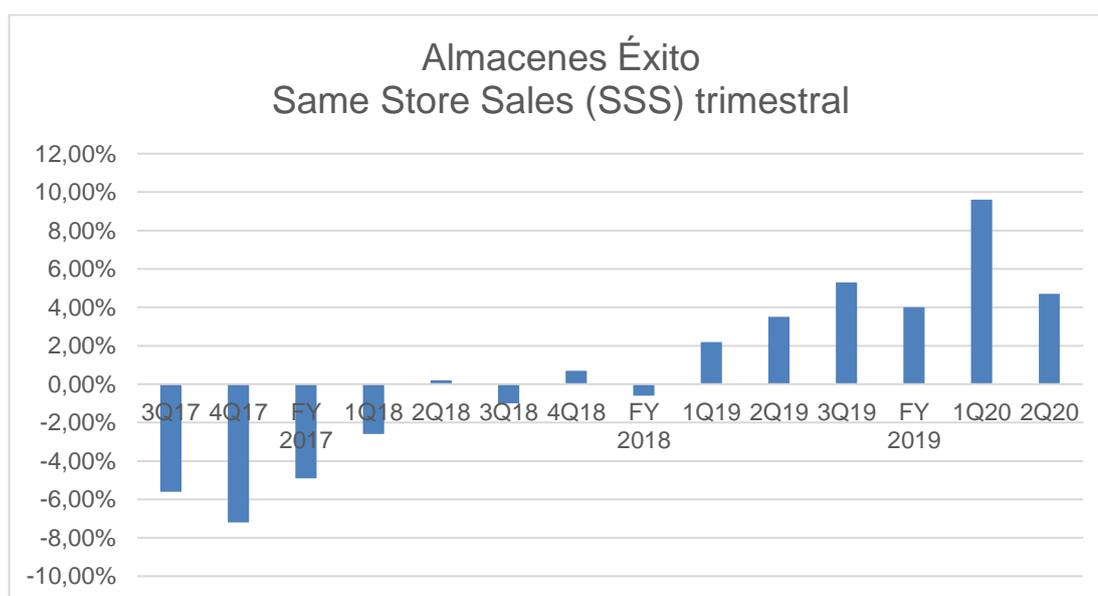


Fuente: elaboración propia con base en informes del Grupo Éxito (2020).

Ventas Same Store Sales (SSS)

Indica la variación en los ingresos sobre las tiendas existentes excluyendo las tiendas nuevas y cerradas durante el periodo en evaluación (figura 12).

Figura 12. Indicador Same Store Sales Éxito



Fuente: elaboración propia con base en informes del Grupo Éxito (2020).

Existe una variedad de determinantes del precio en el sector minorista debido a la diversidad de productos que son comercializados por este. La oferta y demanda son decisivos, pues tienen en cuenta factores por tipo de producto, como el impacto a la volatilidad del tipo de cambio sobre bienes importados y las características de los productos, si son sustitutos o complementarios, de origen local o importados.

Análisis de Porter

Amenaza de entrada de nuevos competidores

Almacenes Éxito ocupó el primer lugar por nivel de ingresos a diciembre de 2019 con 592 almacenes, y una participación del 20% en el mercado minorista; además, agregó una estrategia agresiva de precios y una promesa de ofrecer un “mercado completo” para afianzar esta posición de liderazgo y poner barreras de entrada a los nuevos competidores que buscan ofrecer la misma calidad y atención que tiene el Grupo Éxito.

Rivalidad entre competidores

La estrategia de Almacenes Éxito contra los hard discounters es la potencialización de sus marcas propias en vestuario, línea de hogar, herramientas, alimentos perecederos, electrónica y entretenimiento, permitiéndoles diferenciar a los compradores su mix de productos respecto al de los competidores, logrando aumentar la percepción de precios bajos.

Poder de negociación de los proveedores

En la compañía existe una gran cantidad de proveedores (más de 3.302 comerciales), 758 de ellos producen marcas propias, 1.383 corresponden a bienes y servicios administrativos, 1.855 son proveedores inmobiliarios y 99 pertenecen a la industria textil. Grupo Éxito tiene el poder de negociación de

precios y condiciones de pago, por lo tanto, puede cambiar de proveedor si considera que las condiciones no son favorables.

Poder de negociación de los clientes

Grupo Éxito tiene el siguiente triángulo de servicio:

Operación: múltiples alternativas de compra, oportunidades de ahorro y acceso, consumo responsable y calidad e inocuidad.

Punto de venta: surtido, almacén seguro, iluminado e impactante, programas de servicio al cliente y programa de seguridad con amabilidad.

Relacionamiento: conocimiento del cliente, programas de fidelización y comunicación clara y respetuosa.

Amenaza de productos y servicios sustitutos

Para competir con las tiendas de barrio y hard discount el Grupo Éxito ofrece productos individuales a mejores precios; de esta manera busca impedir que con la entrada de nuevas cadenas los consumidores quieran cambiar una marca que les ofrece calidad, bajos precios y que atienda los requerimientos y necesidades de los clientes.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

El Grupo Éxito, establecido en 1949, es uno de los súper e hipermercados más grandes del país, con una participación de mercado en la industria minorista del 20% (Emis, 2020).³

Su expansión tuvo los siguientes hitos en la historia (Grupo Éxito, 2020):

- 1994: apertura accionaria de la compañía en el mercado de valores de Colombia.
- 1999: Oferta Pública de Intercambio (OPI) con Cadenalco S. A. (Ley) tomando así el 57% de las acciones de esta compañía.
- 1999: venta del 25% de sus acciones al grupo francés Casino.
- 2001: se fusionan Almacenes Éxito y Cadenalco.
- 2007: Casino obtiene el 61,5% de las acciones de Almacenes Éxito y a su vez este último se convierte en el principal accionista de Carulla Vivero S. A.
- 2010: Almacenes Éxito y Carulla Vivero S. A. se fusionan. Éxito Express nace como formato.
- 2011: Almacenes Éxito adquiere el 100% de las acciones de Spice Investment Mercosur, compañía propietaria de las cadenas Disco, Devoto y Géant en Uruguay.
- 2015: Éxito adquiere las siguientes operaciones:
 - El 100% de Libertad S. A. por USD \$270 MM, el cual opera los almacenes Libertad y Petit Libertad en Argentina.
 - El 18,76% de las acciones y el 49,97% de los derechos de voto en Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), propietaria de almacenes de cadena que operan bajo la marca Pão de Açúcar (GPA), Extra, Assaí, Casas Bahia y Ponto Frio en Brasil, y la operación de e-commerce CNova.
 - Las adquisiciones fueron realizadas a través de compañías relacionadas de Casino con el objetivo de que Colombia fuera su sede regional. Estas dejaron recursos y liquidez en Casino y endeudamiento financiero en

³ La información también se construyó con base en los ingresos de la competencia que pertenece a la misma industria del Grupo Éxito.

Almacenes Éxito por alrededor de USD \$1.584 MM utilizadas en GPA (Brasil) y Libertad (Argentina).

2019: Casino recibió la reducción de su calificación a B- por S&P y B2- por Moody's como efecto de un proceso de protección de acreedores en la matriz Rallye S. A., razón por la cual el 19 de noviembre fue vendida la operación en Brasil CBD a Casino por USD 1.161 MM adquiriendo el 96,57% de las acciones de Éxito a través de una OPA, manteniendo así las inversiones en Uruguay y Argentina.

Productos y servicios

Grupo Éxito (2020) ha desarrollado una estrategia multimarca, multiformato y multiempresarial utilizando las siguientes marcas:

- Premium: Carulla (Colombia con 98 tiendas), Disco y Devoto (Uruguay con 29 y 60 tiendas, respectivamente) y Petit Libertad (Argentina con 10 tiendas).
- Hipermercados: Éxito (Colombia con 247 tiendas), Libertad (Argentina con 15 tiendas) y Géant (Uruguay con 2 tiendas).
- Formatos de descuento: Surtimax Bodega y Aliado (Colombia con 92 tiendas) y Super Inter (Colombia con 70 tiendas).
- Mayorista y Cash & Carry: Supermayorista (30 tiendas).
- Centros comerciales: Viva (34 centros comerciales).

Además de la venta minorista de productos de retail (electrodomésticos, productos de consumo, textiles y mercancía en general) que representa el 95% de los ingresos a diciembre de 2019, el Grupo Éxito opera alianzas estratégicas incluyendo:

- Tarjeta de Crédito Éxito a través de Tuya S. A. con 2.6 MM de tarjeta habientes.
- Servicios de telefonía móvil con 1 MM de usuarios.

- Agencia de viajes a través de una alianza con empresas de transporte aéreo (Avianca) para ofrecer paquetes turísticos.
- Seguros Éxito mediante una alianza con empresas de seguros (Suramericana) ofreciendo pólizas de seguros.
- Negocio textil de marcas propias en vestuario: Bronzini, Arkitect, People, Custer, Bluss, Coquí, Taeq y Myst.
- Industria de Alimentos: produce alimentos de bajo costo marca propia Éxito.

Análisis FODA

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> • Posicionamiento de cada una de las marcas operadas por el Grupo Éxito contando con una participación de mercado del 20%. • Alta capacidad de negociación con proveedores. • Acceso en particular a fuentes de financiación local y mercados internacionales. • Diversificación del portafolio en un mix de productos. • Cartera atomizada sin concentración en clientes. • Diversificación geográfica que permite mitigar el riesgo de competencia. 	<ul style="list-style-type: none"> • Industria vulnerable a los ciclos económicos del país. • Las importaciones y deuda en USD están expuestas a la volatilidad del precio del dólar. No obstante, el Grupo Éxito mitiga esta exposición realizando coberturas cambiarias. • Inversiones en mercados con economías hiperinflacionarias y restricciones cambiarias como Argentina.

Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> • Alianzas cada vez más robustas que buscan complementar el consumo de productos con formas de pago y puntos, entre otros. • Economías de escala permitiendo al Grupo reducir sus precios para competir contra tiendas de descuento. • Al ser el almacén minorista más grande de Colombia, permite implementar estrategias para competir incluyendo formatos de valor como Éxito Wow, Carulla Fresh Market así como otros segmentos (Cash & Carry con Surtimayorista) y marcas propias para garantizar precios bajos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Además de enfrentar alta competencia directa de otros almacenes de la industria como Cencosud y Olímpica, también tiene competencia de amplios formatos de cadenas como tiendas de barrio y jugadores del exterior como Makro y Price Smart y tiendas <i>hard discount</i> como D1 y Ara, las cuales están experimentando un crecimiento acelerado alcanzando nuevas regiones. • Las condiciones económicas, políticas, gubernamentales y comerciales tanto nacionales como mundiales.

Información del management

De acuerdo con el plan de reestructuración del Grupo, en su operación en Latinoamérica, a junio de 2020, el 96,57% de las acciones de Almacenes Éxito son propiedad de Sendas Distribuidora S. A. (subsidiaria de CBD).

Subsecuentemente, el 41,3% de las acciones de CBD son controladas por Casino (ver sección “Desempeño de la administración y antecedentes”).

El equipo directivo tiene en promedio dieciséis años de experiencia en la industria minorista. El CEO (presidente) de la compañía es Carlos Mario Giraldo, el cual ha ocupado el cargo desde el 20 de marzo de 2013, anteriormente se desempeñó en la Organización como Vicepresidente de

Operaciones para negocios minoristas, ingresando al grupo desde 2008. Antes de ingresar al Éxito presidió la compañía de Galletas Noel S. A., además trabajó como Secretario General de Uniban y en la ANDI estuvo a cargo de la Seccional Antioquia; en la actualidad hace parte de las Juntas Directivas de ISA S. A., Solla S. A. y Copa Airlines Colombia. La Junta Directiva está conformada por nueve miembros (tres independientes y seis no independientes); tres de ellos y dos vicepresidentes son de origen francés (“Management Team”, 2020).

Estrategia

El Grupo Éxito enfoca su estrategia mediante la implementación de formatos WOW en tiendas Éxito, Fresh Market en Carulla y Surtimayorista como formatos de Cash & Carry, compitiendo así con tiendas hard discounts; además, la compañía continúa con las actividades de monetización como Viva Malls, programa de fidelización, Puntos Colombia, y omnicanal (incluidas las tiendas).

Los hipermercados Éxito Wow en Colombia combinan un formato físico y virtual, lo cual brinda a los clientes experiencias diferenciales. Estos representan el 17,5% de las ventas de la marca Éxito.

El modelo Fresh Market se ha implementado en 34 almacenes en los tres países en los que el Grupo tiene presencia (Colombia, Uruguay y Argentina). Las tiendas bajo este modelo en Colombia representaron el 17% de las ventas de la marca Carulla.

Por su parte, la estrategia omnicanal continuó creciendo y fortaleciéndose en la región, gracias a la consolidación del *marketplace* en Colombia y el lanzamiento de su versión internacional; también gracias al desarrollo de modelos efectivos de entrega al cliente en la última milla. Las ventas omnicanal

representaron el 4,5% de las ventas totales en Colombia y el 2,3% en Uruguay (Grupo Éxito, 2020).

Análisis de los competidores

El siguiente *peer group* (Emis Benchmark, 2020) incluye minoristas, mayoristas y tiendas de descuento hard discount (tabla 7):

Tabla 7. Análisis de los competidores

Compañía	Almacenes Éxito	Corbeta	Olimpica	D1	Cencosud Colombia	ARA	Justo y Bueno	Falabella Colombia	Makro	Price Smart Colombia
Fecha de EEFF	dic-19	dic-19	dic-19	dic-19	dic-19	dic-19	dic-19	dic-19	dic-19	dic-19
Subsegmento	Minorista	Minorista	Minorista	Hard discount	Minorista	Hard discount	Hard discount	Tienda por departamento	Mayorista	Minorista /Mayorista
Ingresos (COP MM)	11.507.132	6.660.065	6.596.368	4.983.115	3.888.507	3.163.708	2.584.365	2.026.118	1.302.485	1.266.677
Crecimiento Ingresos	4,38%	15,35%	7,65%	30,74%	2,99%	40,04%	56,81%	7,64%	-1,52%	6,17%
Ebitda (COP MM)	775.593	479.655	383.789	248.252	183.847	-114.736	-51.115	167.841	16.708	57.783
Ebitda %	6,60%	7,20%	5,80%	5,00%	4,70%	-3,60%	-2,00%	8,30%	1,30%	4,60%
Deuda Total (COP MM)	775.593	349.448	918.600	1.854	138.696	1.271.047	613.035	552.527	191.489	15.157
Deuda/ebitda	1,03x	0,73x	2,39x	3,87x	0,75x	-11,08x	-11,99x	3,29x	11,46x	0,26x
Deuda/Patri.	0,11x	0,19x	0,58x	-0,02x	0,03x	20,18x	-1,64x	1,77x	0,28x	0,03x
Retail Market Share (2019)	21,50%	11,74%	14,61%	7,10%	7,04%	5,92%	2,60%	3,77%	2,38%	1,90%

Fuente: elaboración propia con base en Emis Benchmark (2020).

El comercio tiene un peso cercano al 17,2% del PIB según el DANE. Entre las tres empresas más importantes de esta categoría se encontró, en 2019, a Almacenes Éxito ocupando la primera posición por nivel de ingresos, seguido de Corbeta, dueña de Alkosto y Ktronix, y Olímpica.

Los hard discount fueron los que mayor crecimiento en ingresos generaron, ubicando a D1 en primer lugar por nivel de ingresos manteniendo rentabilidad y ebitda positivo. No obstante, sus competidores directos Ara y Justo & Bueno generaron ebitda negativo, por lo que su indicador Deuda/Ebitda es el más bajo de la industria. Las empresas con mayor margen ebitda fueron Falabella de Colombia, seguida de Corbeta y Almacenes Éxito.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

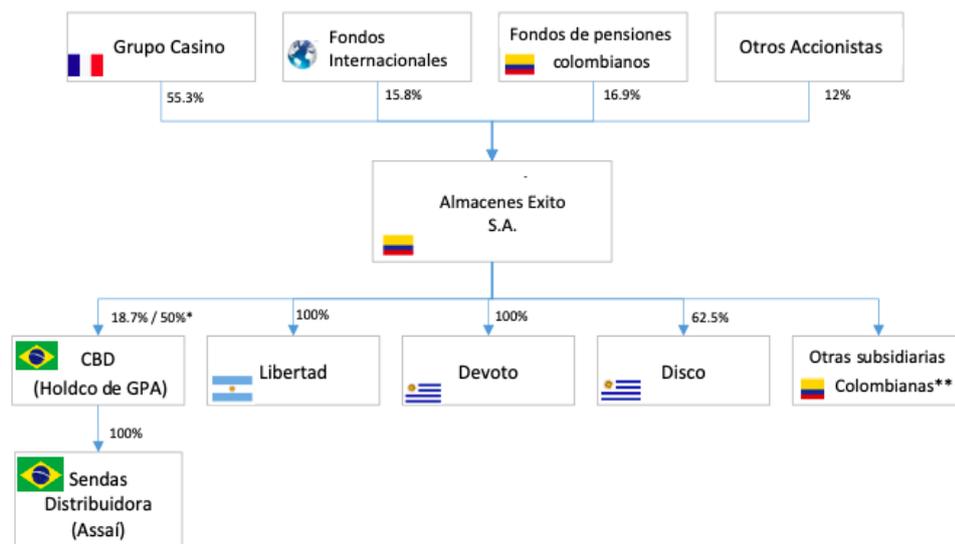
En el 2019, con el objetivo de simplificar la estructura empresarial en América Latina, el grupo implementó los siguientes pasos (Grupo Éxito, 2020):

Paso 1: Sendas Distribuidora S. A. (subsidiaria de CBD conocida como Assaí) lanzó una oferta pública (OPA) el 27 de noviembre de 2019 para adquirir las acciones de Éxito, incluida la participación del 55,3% de Casino en Almacenes Éxito. El valor ofrecido por el activo alcanzó los COP \$18.000 por acción, otorgando una prima de aproximadamente 24% a los accionistas minoritarios de Éxito. La oferta alcanzó el 96,57% del total de las acciones de Éxito con un monto de transacción de COP \$7.780 BN (aproximadamente USD \$2,3 mil millones).

Paso 2: el 27 de noviembre de 2019, Casino adquirió todas las acciones de control de propiedad indirecta de Éxito en CBD por un monto total de USD \$1.16 BN pagado por el Grupo a Éxito. Después de los pasos 1 y 2, Éxito pasó a ser propiedad indirecta de CBD, que a su vez continuó bajo el control de Casino.

Basado en el proceso mencionado, los siguientes organigramas (figuras 13 y 14) representan la reestructuración previa y posterior del grupo:

Figura 13. Estructura accionaria antes de la OPA



*18,7% derecho a voz/50% derecho a voto

**Incluye: SPV Viva (51%), Éxito Viajes y Turismo (51%), Puntos Colombia S. A. S. (50%), Tuya S. A. (100%), entre otros.

Fuente: elaboración propia con base en Grupo Éxito (2020).

Figura 14. Estructura accionaria después de la OPA



Fuente: elaboración propia con base en Grupo Éxito (2020).

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de Almacenes Éxito S. A. se negocia en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) con 447.604.316 acciones suscritas en circulación. El 3% aproximado de las acciones es de libre flotación en el mercado colombiano, lo que explica su baja bursatilidad teniendo en cuenta que el volumen total negociado previo a la OPA era de COP \$8.868 MM promedio diario, y luego de la OPA se redujo a COP \$449 MM promedio diario de enero a junio de 2020.

Los accionistas eran 5.173 a junio 30 de 2020, donde se destacan los siguientes (tabla 8):

Tabla 8. Principales accionistas

Nombre del accionista	Acciones ordinarias	Porcentaje de participación
Sendas Distribuidora S. A.	432.256.668	96,57%
Fondo Bursátil Ishares COLCAP	5.662.510	1,27%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección Mayor	1.325.159	0,30%
Fondo de Pensiones Protección - PI	1.271.681	0,28%
JPMorgan Chase Bank NA FBO Holders of DR EXITO ADR	400.001	0,09%
Parametric Tax-Managed Emerging Markets Funds	356.555	0,08%
City of New York Group Trust	297.831	0,07%

Fuente: elaboración propia con base en Grupo Éxito (2020).

Grupo Éxito tiene un capital autorizado de 530.000.000, de los cuales ha emitido un total de 448.240.151 y tiene en reserva 81.759.849. De las acciones emitidas, un total de 447.604.316 están en circulación y 635.835 corresponden a acciones readquiridas.

La Asamblea General de Accionistas, en su reunión de marzo 19 de 2020, decretó distribuir a título de dividendo COP \$1.091.259 MM. El monto total decretado corresponde a un dividendo anual de COP 2.438 por acción. El dividendo decretado se pagó en una sola cuota en abril de 2020 y excedió el monto de Utilidad Neta del año 2019, la cual fue de COP \$922.676 MM, por lo que la administración propuso a la Asamblea de Accionistas afectar la reserva para futuros ensanches y mejoras en los términos del artículo 453 del Código de Comercio, la cual fue aceptada. El dividendo no es gravado para los accionistas, ni con impuesto de renta ni con impuesto a los dividendos.

RIESGOS DE INVERSIÓN (Grupo Éxito, 2020)

Riesgo de mercado

El Comité de Auditoría y Riesgos tiene como objetivo administrar y controlar las exposiciones al riesgo de tasa de cambio y tipo de cambio dentro de parámetros razonables.

Riesgo de tipo de cambio

Teniendo en cuenta el repago de las obligaciones en USD realizadas en 2019, se considera que el riesgo de tasa de cambio es bajo ya que las importaciones pagadas en moneda extranjera son cubiertas utilizando instrumentos de cobertura, en su mayoría *forward* y *swaps*, a través de cupos autorizados por bancos locales e internacionales. Al 31 de diciembre de 2019, la matriz y sus subsidiarias tenían cubierto el 100% de sus compras en USD.

Riesgo medioambiental

La compañía ha establecido diversas acciones bajo la estrategia de sustentabilidad, involucrando a clientes, proveedores y empleados para mejorar los impactos al medio ambiente. En ese sentido, la empresa ha medido todas las emisiones de carbono en la operación (240.000 ton CO₂) y ha implementado estrategias para reducir estos impactos que incluyen: 1) reemplazo de gas de enfriamiento por compuestos naturales o de baja emisión, 2) 120 tiendas con energía eficiente y energía solar (+19 vs. 2017), 3) 1.300 megavatios de consumo basado en energías renovables, y 4) la empresa estableció el esquema BanCO₂ con el fin de reducir los residuos.

Riesgo operativo

Entre los factores que pueden afectar la operación de la compañía se encuentra el transporte, sector en el que con frecuencia se presentan 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 compañía se encuentra expuesta a los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez. La administración efectúa la gestión de estos riesgos a través de las diferentes instancias organizacionales, diseñadas para el efecto. Además, cuenta con el Comité Financiero, que supervisa dichos riesgos y el marco corporativo de gestión del riesgo financiero que resulte más apropiado para la empresa.

Riesgo sindical

Existen dos grupos sindicales que convocan los empleados: Sintracadenalco y Sintraexito. En 2017 se firmó un pacto colectivo con vigencia hasta 2021, que cobija a 934 colaboradores.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

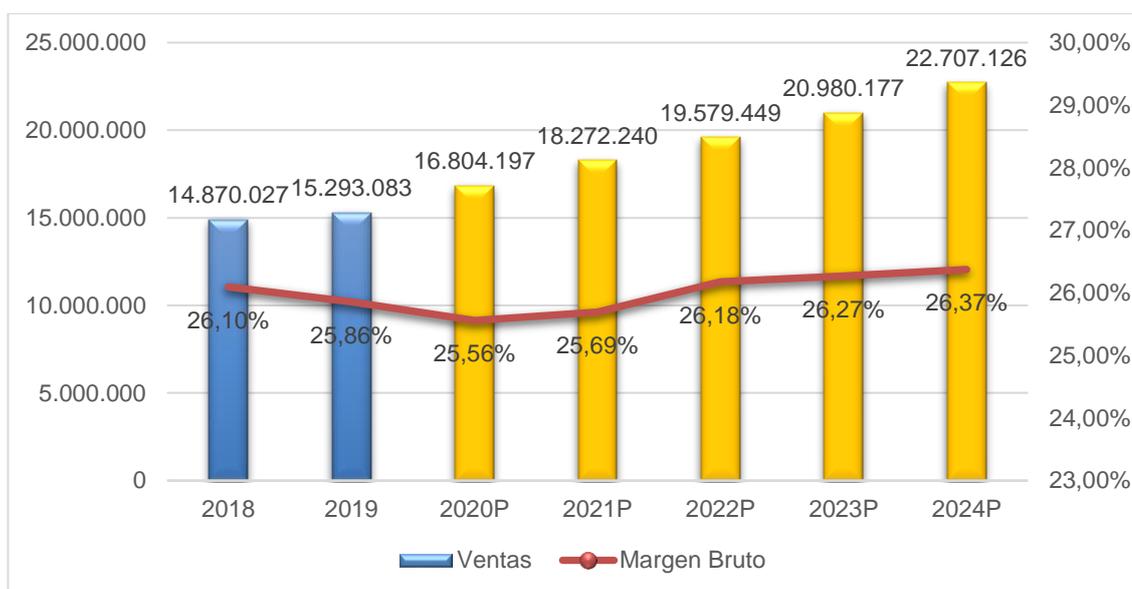
Con el propósito de generar las estimaciones financieras para la construcción del FCLD se revisaron los Balances de Situación (BS) y el estado de resultados del 2015 al 2019, mediante los análisis vertical y horizontal de cada año y los promedios históricos de los últimos 2 y 5 años.⁴ A continuación, se describen los principales supuestos tenidos en cuenta en las proyecciones:

Supuestos de operación

En los estados financieros las ventas suelen ser la principal variable de atención, medición y evaluación, tanto a nivel histórico como para las consideraciones futuras; en el caso del Grupo Éxito variables como los costos y gastos, los dividendos y algunas partidas del BS tuvieron importancia en los supuestos de ventas.

⁴ Los datos históricos del BS fueron tomados únicamente como referencia, dado que están afectados por la operación de Brasil, no vigente en la actualidad.

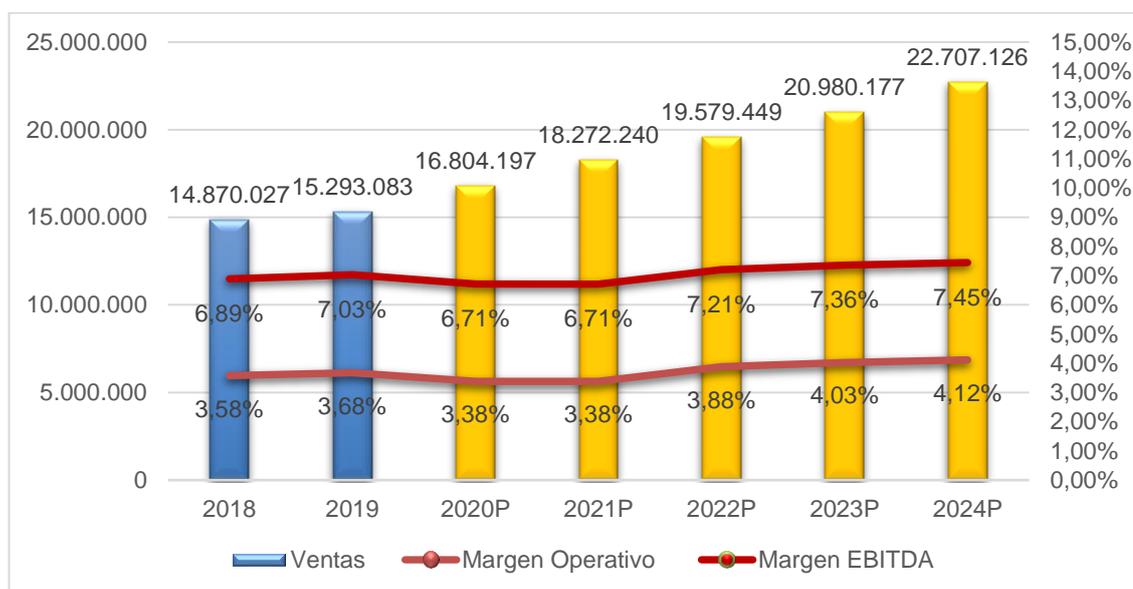
Figura 15. Ingresos operacionales y margen bruto



Las mismas se basaron para el 2020 en el crecimiento reportado por la empresa al cierre del primer semestre del mismo año (“Teleconferencia de resultados primer semestre de 2020”, 2020; “Transformación del consumidor Colombia con Carlos Giraldo” 2020), y se incrementaron en un factor por mayores ventas por el periodo de diciembre, que suele ser del 9% según comparaciones realizadas con los informes de años anteriores (Grupo Éxito, 2020); además, se incluyeron y mantuvieron las pérdidas del segmento argentino (-6,62%) y se sostuvieron los márgenes recientes de Uruguay (11,75%) dada la apuesta por la empresa Fresh Market. Para el caso de Colombia se desglosó el ingreso en los diferentes formatos de almacenes, enfatizando el crecimiento en las tiendas Éxito Super WOW, Carulla Fresh Market y Super Inter (Cash & Carry). Para los otros modelos se espera un incremento cercano al 3%. En el 2021 continúa la misma distribución por tipo de tienda, pero ajustando los crecimientos de Super Inter y el Éxito. Para los siguientes años se tuvo en cuenta el promedio móvil de los últimos cuatro años. En las figuras 15, 16 y 17 se pueden ver los ingresos en contraste con los márgenes: bruto, operativo, neto y ebitda.

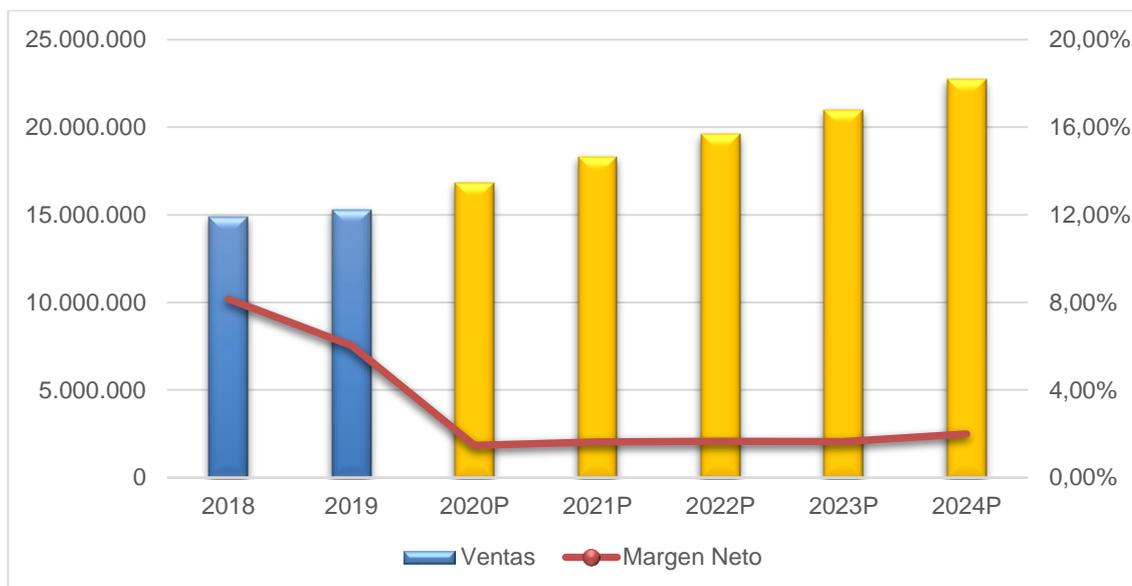
Dado el retiro de las cifras de Brasil en la operación de Colombia y la apuesta de la Organización por mejorar el control de costos y gastos, los mismos fueron proyectados basados en los promedios móviles de los últimos 4 y 2 años, respectivamente, disminuyendo 10 pb anuales y acrecentándolos en el 2020 y 2021 por mayores expensas por la COVID-19 y por la reestructuración corporativa del Grupo.

Figura 16. Ingresos operacionales, margen operativo y margen ebitda



Cabe mencionar que el margen neto para los años 2018 y 2019 mostró mayores ingresos no operacionales correspondientes a la venta de una subsidiaria en Brasil llamada Via Varejo (“Información publicada por GPA”, 2019), los cuales son excepcionales y se ajustaron en las proyecciones de los próximos años.

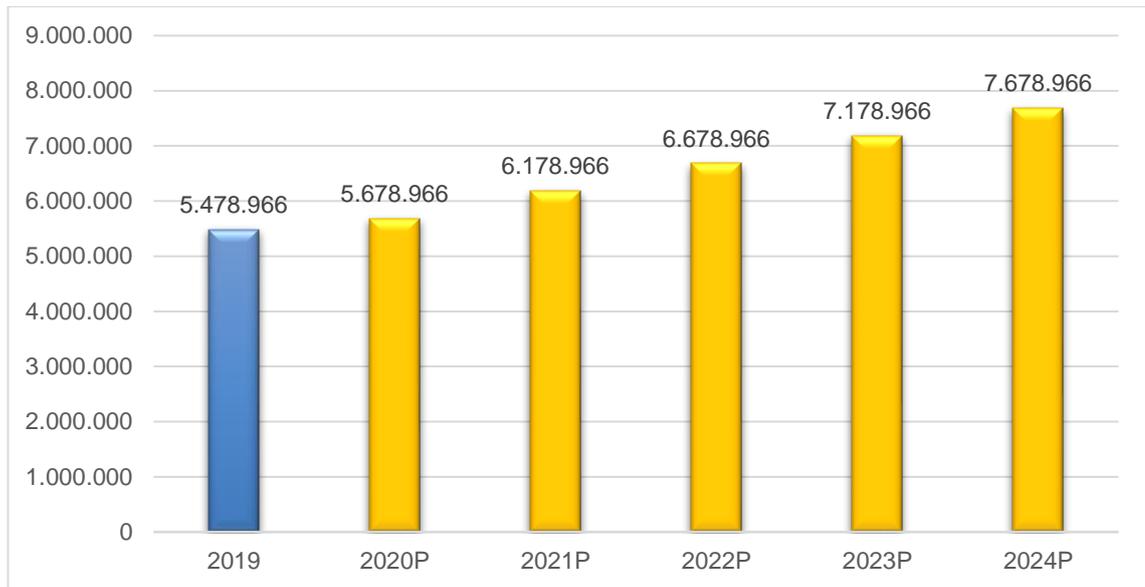
Figura 17. Ingresos operacionales y margen neto



Supuestos de inversión

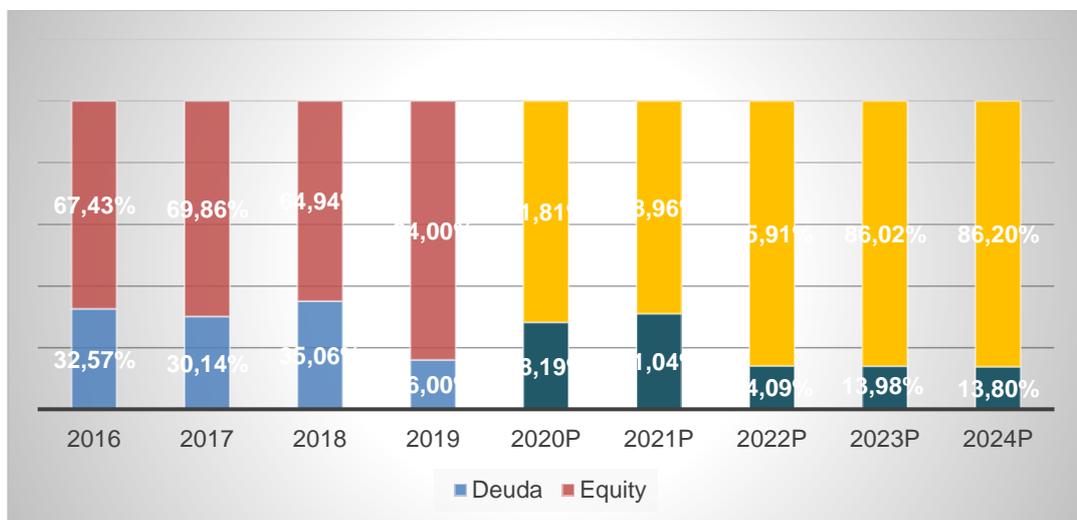
Las proyecciones de Inversión de Capital en PP&E (Propiedad, Planta y Equipo) o adquisiciones (capex) se basaron en las proyecciones reveladas por el CEO del Grupo en la presentación de resultados del 2019, en la cual proyectaba unas inversiones de COP \$500.000 MM anuales para el 2020 y 2021; sin embargo, las mismas fueron replanteadas por la administración dada la coyuntura mundial de la COVID-19 y se decidieron reducir para el presente año a COP \$200.000 MM; en consecuencia, las proyecciones de capex corresponden a un incremento de COP \$500.000 MM de los años 2021 al 2024, como se puede ver en la figura 18.

Figura 18. Capex



Como se mencionó en el apartado de los “Accionistas”, en lo correspondiente a dividendos, los decretados en el presente año fueron excepcionales dada la OPA efectuada en el 2019, lo cual llevó a la empresa a endeudarse (Grupo Éxito, 2020) por COP \$1.1 BN para cumplir el reparto de las utilidades; esta obligación financiera modifica la estructura de capital Deuda/Equity (D/E) en el mediano plazo, sin embargo, para los años 2022 al 2024 se plantea contar con una relación D/E similar al 2019, luego de pagar la deuda asumida. En la figura 19 se puede observar lo anteriormente mencionado.

Figura 19. Estructura de capital



La tabla 9 evidencia la ponderación que se tuvo en cuenta para la proyección de impuestos, tanto para la estimación del costo del equity (Ke) en el WACC, como para la proyección de los impuestos en el modelo financiero; la misma tuvo en cuenta la participación año tras año de los diferentes países en los ingresos de la compañía y la tasa general de impuesto de renta para cada uno, ponderando así la participación con el impuesto asumido.

Tabla 9. Impuestos

	Colombia	Argentina	Uruguay	Brasil
Porcentaje ventas 2016 - 2018	22,10%	2,76%	4,65%	70,49%
Porcentaje ventas 2019 - 2024	76,79%	6,34%	16,86%	

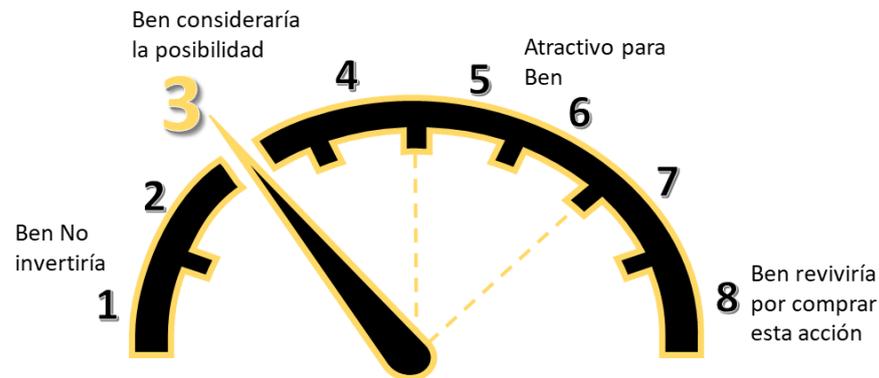
	Tasa de Impuesto de Renta por País				Tasa Ponderada
2016	40,00%	35,00%	25,00%	15,00%	21,54%
2017	39,00%	35,00%	25,00%	15,00%	21,32%
2018	36,00%	35,00%	25,00%	15,00%	20,66%
2019	33,00%	35,00%	25,00%	15,00%	31,78%
2020	32,00%	35,00%	25,00%	15,00%	31,01%
2021	31,00%	35,00%	25,00%	15,00%	30,24%
2022	30,00%	35,00%	25,00%	15,00%	29,47%
2023	30,00%	35,00%	25,00%	15,00%	29,47%
2024	30,00%	35,00%	25,00%	15,00%	29,47%

En la tabla 10 se puede ver el análisis efectuado con base en los criterios desarrollados por Ben Graham para decidir la compra de una acción en específico; para el caso del Éxito, en donde cinco de las medidas no cumplen, “Ben consideraría la posibilidad de invertir” (ver también figura 20).

Tabla 10. Criterios Ben Graham para Grupo Éxito

No.	Descripción	Éxito	Criterio Ben Graham	Criterio real	Resultado	Observación	
1	E/P mayor a 2x el yield de los bonos del tesoro EEUU a 10 años	E/P 3,27%	Yield de los bonos del tesoro EEUU a 10 años. 0,87%	1,74%	1,88	No cumple	E/P es menor a 2x el yield de los bonos del tesoro EEUU a 10 años.
2	P/E igual o inferior a la mitad del valor del P/E más alto de los últimos 5 años	P/E 17,31	P/E más alto de los últimos 5 años 14,41	7,21	10,11	No cumple	P/E es mayor a la mitad del valor del P/E más alto de los últimos 5 años
3	Dividend Yield igual o superior a la mitad del valor del yield de los bonos del tesoro EEUU a 10 años	Dividend Yield 1,32%	Yield de los bonos del tesoro EEUU a 10 años. 0,87%	0,44%	0,01	Cumple	Dividend Yield mayor a la mitad del valor del yield de los bonos del tesoro EEUU a 10 años.
4	Precio de la acción igual o inferior a 1,5x el valor en libros de la acción	Precio de la acción 11.400	Valor en libros de la acción. 16.903	25.355	0,45	Cumple	Precio de la acción es menor a 1,5x el valor en libros de la acción.
5	Deuda total menor al valor en libros del Equity	Deuda total 2.970.246	Valor en libros del Equity 7.566.025	7.566.025	4.595.780	Cumple	Deuda total es menor al valor en libros del Equity
6	Razon corriente de 2 o más	Razon corriente 0,92	Razon corriente 2,00	2,00	-1,08	No Cumple	Razon corriente es menor de 2
7	Crecimiento de los ingresos igual o superior a un 7% en los últimos 5 años	Crecimiento promedio de los ingresos 3,49%	Crecimiento de los ingresos mayores a 7% 7,00%	7,00%	-0,04	No Cumple	Crecimiento de los ingresos promedio es menor a 7% en los últimos 5 años
8	Estabilidad en el crecimiento en Las Ganancias		Estabilidad en el crecimiento en Las Ganancias			No Cumple	No se presenta estabilidad en el crecimiento de las ganancias

Figura 20. Criterios Ben Graham



Fuente: plantilla de Reportes Burkenroad [documento interno].

Teniendo en cuenta estos elementos y los desarrollados a lo largo del reporte se hace énfasis en que el precio de la acción objetivo está basado en un análisis fundamental, y para tomar la decisión de invertir son necesarios elementos adicionales.

REFERENCIAS

Accionistas (2020). Grupo Éxito. www.grupoexitocom.co/es/principales-accionistas

Actualización proyecciones económicas (2020). Corficolombiana.
www.investigaciones.corficolombiana.com/macroeconomia/informe-semanal/informe/293258

América Latina y el Caribe: actualización de proyecciones de crecimiento 2020 (2020). CEPAL.
https://www.cepal.org/sites/default/files/pr/files/tabla_prensa_proyecciones_pib-2020-15jul_esp.pdf

Análisis económicos (2020). Scotia Bank. www.scotiabankcolpatria.com/sala-de-prensa/analisis-economicos

Análisis macroeconómico (2020). BBVA. www.bbva.com/es/economia/analisis-economico/macroeconomico

Banco Central del Uruguay (2020). <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Presentacion%20Cuentas%20Nacionales.aspx>

Boletín técnico del PIB (2020). DANE.
https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/bol_PIB_ltrim20_produccion_y_gasto.pdf

Damodaran (2020). <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Emis Benchmark (2020). Participación del mercado.
<https://www.emis.com/benchmark>

Hooke, J. C. (2010). *Security analysis and business valuation on Wall Street*. John Wiley & Sons.

Información financiera (2020). Grupo Éxito.

<https://www.grupoexito.com.co/es/informacion-financiera>

Información publicada por GPA (2019).

<https://www.grupoexito.com.co/es/28.Situaciones-Financieras-del-Emisor-2019>

Koller, T., Goedhart, M. y Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons.

Management team (2020). Grupo Éxito.

<https://www.grupoexito.com.co/en/management-team>

Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (MinTic) (2020). <https://www.mintic.gov.co/portal/inicio/>

Múltiplos (2019-2020). Investing. www.investing.com

Nuevas proyecciones (2020, 15 de julio). CEPAL. www.cepal.org.

Observatorio eCommerce (2020). <https://www.observatorioecommerce.com.co/>

Olímpica da la pelea por los consumidores con su plan de expansión (2017). *Revista Dinero*. www.dinero.com/edicionimpresa/negocios/articulo/plan-de-expansion-de-olimpica-en-colombia/251615

Participación de mercado por formatos (2020). Nielsen Colombia.

<https://www.nielsen.com/co/es/>

Precio de la acción (2020, 24 de agosto). Bloomberg. www.bloomberg.com.

Proceso de medición minorista (2020). Nielsen Colombia.

<https://www.nielsen.com/latam/es/client-learning/retail-measurement-services/retail-measurement-process/>

Teleconferencia de resultados primer semestre de 2020 (5 de mayo de 2020).

<https://pei.com.co/wp-content/uploads/2020/08/Teleconferencia-de-resultados-1S-2020.pdf>

Transformación del consumidor Colombia con Carlos Giraldo (2020. 6 de agosto). Davivienda Corredores [video].

<https://www.youtube.com/watch?v=gLUudf1KtVA>

	2015	2016	2017 ¹	2018 ²	2019 ³
Activos corrientes					
Efectivo	10.064.810	6.117.844	5.281.618	5.973.680	2.562.674
Cuentas por cobrar	4.490.048	2.079.322	2.155.727	1.856.277	768.815
Inventario	8.704.328	5.778.173	5.912.514	6.720.396	1.900.660
Otros activos corrientes	633.955	18.662.662	23.756.114	23.857.944	124.516
Total activos corrientes	23.893.141	32.638.001	37.105.973	38.408.297	5.356.665
Activos no corrientes					
Activos fijos brutos	17.541.235	18.011.033	18.734.485	18.620.358	5.478.966
Depreciación acumulada	-5.485.934	-5.754.377	-6.247.547	-6.302.843	-1.633.874
Activos fijos netos	12.055.301	12.256.656	12.486.938	12.317.515	3.845.092
Cuentas por cobrar de largo plazo	823.618	586.485	667.920	135.284	34.310
Inversiones	2.240.966	3.605.172	2.331.129	3.155.421	1.899.560
Activos operativos no corrientes	2.719.467	2.112.733	9.185.570	7.657.976	1.491.422
Intangibles	11.283.379	11.915.821	11.821.590	11.353.934	3.348.838
Amortización	-1.055.106	-633.907	-758.939	-717.265	-114.872
Total activos no corrientes	28.067.625	29.842.960	35.734.208	33.902.865	10.504.350
TOTAL ACTIVOS	51.960.766	62.480.961	72.840.181	72.311.162	15.861.015

Los REPORTE BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Pasivos corrientes					
Obligaciones financieras corto plazo	3.642.486	3.121.259	1.913.796	2.752.166	256.882
Proveedores	18.555.995	11.087.025	12.022.596	12.543.204	4.498.526
Beneficios a empleados	1.052.879	779.865	845.060	823.642	241.210
Pasivos no operativos corrientes	1.547.346	15.865.449	21.436.078	21.717.797	929.194
Total pasivos corrientes	24.798.706	30.853.598	36.217.530	37.836.809	5.925.812
Pasivos no corrientes					
Obligaciones financieras de largo plazo	7.421.640	6.108.087	6.356.335	7.215.192	1.351.099
Otros pasivos no corrientes	3.911.365	6.408.067	11.100.802	8.796.692	139.262
Total pasivos no corrientes	11.333.005	12.516.154	17.457.137	16.011.884	1.490.361
TOTAL PASIVOS	36.131.711	43.369.752	53.674.667	53.848.693	7.416.173
Patrimonio					
Capital social	4.845.214	4.845.214	4.845.214	4.845.214	4.845.214
Reservas	0	1.731.737	1.731.311	2.269.721	2.802.395
Otras reservas	9.293.670	11.389.522	11.493.628	10.346.879	179.202
Utilidades acumuladas	1.690.171	1.144.736	1.095.361	1.000.655	618.031
TOTAL PATRIMONIO	15.829.055	19.111.209	19.165.514	18.462.469	8.444.842
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	51.960.766	62.480.961	72.840.181	72.311.162	15.861.015

¹ Algunas reclasificaciones menores en cuentas de cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar, cuentas por cobrar a partes relacionadas, activos intangibles distintos de la plusvalía, otros activos financieros, cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar, cuentas por pagar a

partes relacionadas y de otros pasivos financieros fueron incluidas en estos estados financieros para efectos de comparabilidad con 2018.

² Cifras que incluyen el efecto de los ajustes resultantes del proceso de aplicación retrospectiva de la NIIF 16-Arendamientos, la cual se adoptó a partir del primero de enero de 2019. Cifras presentadas para cumplir con los requerimientos de la NIC 1 en relación con la adopción retrospectiva de una nueva política contable.

³ Cifras que incluyen el efecto de los ajustes resultantes del proceso de aplicación retrospectiva de la NIIF 16-Arendamientos, la cual se adoptó a partir del primero de enero de 2019.

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Activos corrientes					
Efectivo	2.388.684	2.829.714	836.721	961.951	949.482
Cuentas por cobrar	721.218	784.224	853.189	942.459	989.661
Inventario	1.901.164	2.063.527	2.209.394	2.414.739	2.561.660
Otros activos corrientes	136.819	148.772	159.416	170.820	184.881
Total activos corrientes	5.147.884	5.826.238	4.058.720	4.489.969	4.685.685
Activos no corrientes					
Activos fijos brutos	5.678.966	6.178.966	6.678.966	7.178.966	7.678.966
Depreciacion acumulada	-2.193.555	-2.802.132	-3.454.246	-4.154.015	-4.910.571
Activos fijos netos	3.485.411	3.376.834	3.224.720	3.024.951	2.768.395
Cuentas por cobrar de largo plazo	145.101	145.308	136.706	135.390	170.432
Inversiones	2.087.256	2.269.602	2.431.971	2.605.956	2.820.461
Activos operativos no corrientes	1.638.790	1.781.957	1.909.440	2.046.043	2.214.459
Intangibles	3.693.096	4.015.731	4.248.571	4.592.105	4.969.534
Amortización	-186.196	-202.462	-211.057	-212.170	-244.402
Total activos no corrientes	10.863.458	11.386.971	11.740.351	12.192.274	12.698.879
TOTAL ACTIVOS	16.011.342	17.213.209	15.799.071	16.682.243	17.384.564

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Pasivos corrientes					
Obligaciones financieras corto plazo	282.265	306.924	328.881	352.410	381.418
Proveedores	4.044.183	4.397.489	4.838.519	5.363.617	5.586.544
Beneficios a empleados	256.858	279.298	300.129	323.472	348.086
Pasivos no operativos corrientes	1.021.008	1.110.205	1.189.630	1.274.737	1.379.665
Total pasivos corrientes	5.604.313	6.093.916	6.657.159	7.314.236	7.695.712
Pasivos no corrientes					
Obligaciones financieras de largo plazo	2.687.981	3.187.981	980.000	980.000	980.000
Otros pasivos no corrientes	153.023	166.391	178.295	191.050	206.776
Total pasivos no corrientes	2.841.004	3.354.372	1.158.295	1.171.050	1.186.776
TOTAL PASIVOS	8.445.317	9.448.287	7.815.454	8.485.286	8.882.488
Patrimonio					
Capital social	4.845.214	4.845.214	4.845.214	4.845.214	4.845.214
Reservas	2.318.977	2.348.812	2.381.234	2.415.849	2.461.003
Otras reservas	179.202	179.202	179.202	179.202	179.202
Utilidades acumuladas	222.632	391.694	577.967	756.692	1.016.656
TOTAL PATRIMONIO	7.566.025	7.764.922	7.983.617	8.196.957	8.502.075
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	16.011.342	17.213.209	15.799.071	16.682.243	17.384.564

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	33.402.211	51.606.955	56.442.803	14.870.027	15.293.083
Costo de ventas	25.147.776	38.719.142	42.077.094	10.936.335	11.277.231
Depreciacion del costo de ventas	0	358.298	71.028	53.244	61.746
Utilidad bruta	8.254.435	12.529.515	14.294.681	3.880.448	3.954.106
Gasto de ventas y administracion	6.186.735	9.643.401	10.964.895	2.909.261	2.941.072
Depreciación	562.215	886.194	1.019.086	439.176	450.529
Gastos totales	6.748.950	10.529.595	11.983.981	3.348.437	3.391.601
Utilidad operativa	1.505.485	1.999.920	2.310.700	532.011	562.505
Intereses	483.669	1.118.109	883.610	318.156	299.931
Utilidad antes de impuestos	1.021.816	881.811	1.427.090	213.855	262.574
Impuestos corrientes	398.428	167.814	259.918	-55.799	23.296
Perdidas extraordinarias	1.393.022	1.911.348	969.209	411.940	731.725
Ganancias extraordinarias	1.342.135	574.956	873.103	1.354.968	1.415.123
Utilidad neta	572.501	-622.395	1.071.066	1.212.682	922.676
Ebitda	2.067.700	3.244.412	3.400.814	1.024.431	1.074.780
Dividendos distribuidos	254.436	291.840	91.940	87.086	131.994
Ganancias retenidas	318.065	-914.235	979.126	1.125.596	790.682

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ventas	16.804.197	18.272.240	19.579.449	20.980.177	22.707.126
Costo de ventas	12.445.190	13.508.035	14.379.823	15.387.586	16.631.482
Depreciacion del costo de ventas	64.008	69.600	74.579	81.113	86.817
Utilidad bruta	4.294.998	4.694.604	5.125.047	5.511.479	5.988.827
Gasto de ventas y administracion	3.230.976	3.537.951	3.787.919	4.047.466	4.384.059
Depreciación	495.673	538.976	577.535	618.656	669.739
Gastos totales	3.726.649	4.076.927	4.365.454	4.666.122	5.053.798
Utilidad operativa	568.349	617.678	759.593	845.357	935.029
Intereses	329.063	348.292	389.883	409.998	443.348
Utilidad antes de impuestos	239.286	269.385	369.710	435.359	491.681
Impuestos corrientes	34.945	38.824	49.014	55.667	67.680
Perdidas extraordinarias	545.118	571.740	681.752	767.854	767.207
Ganancias extraordinarias	588.147	639.528	685.281	734.306	794.749
Utilidad neta	247.369	298.349	324.225	346.145	451.543
Ebitda	1.128.031	1.226.254	1.411.707	1.545.126	1.691.585
Dividendos distribuidos	1.126.186	99.453	105.529	132.805	146.425
Ganancias retenidas	-878.817	198.896	218.696	213.340	305.118

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
= NOPLAT	392.104	430.879	535.709	596.195	659.437
+ Depreciación del periodo	559.681	608.576	652.114	699.769	756.556
+ Amortización	71.324	16.266	8.595	1.113	32.233
= Flujo de Caja Bruto	1.023.109	1.055.722	1.196.419	1.297.077	1.448.226
- Δ KTNO	-514.696	138.216	244.989	243.739	4.314
- CAPEX	-200.000	-500.000	-500.000	-500.000	-500.000
= Flujo de Caja Libre Operativo	308.413	693.938	941.408	1.040.816	952.540

Los REPORTE BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Flujo de Caja Libre Operativo	308.413	693.938	941.408	1.040.816	952.540
Valor continuidad					6.148.293
Tasa de continuidad (g)					0,0%
Rolling WACC	13,94%	14,45%	15,57%	15,62%	15,91%
Factor de descuento WACC	1,14	1,30	1,51	1,74	2,02
= VP Flujo de Caja Libre Anual	270.689	532.160	624.692	597.350	471.643
VP Flujo de Caja Libre	2.496.534	45,06%			
VP Continuidad	3.044.282	54,94%			
= Valor de la operación	5.540.817				
+ Efectivo	2.388.684				
+ Inversiones temporales	2.087.256				
+ Activos no operativos de largo plazo	2.226.937				
- Deuda financiera (D)	-2.970.246				
- Otros pasivos	-1.719.149				
= Valor del patrimonio por FCL (E.)	7.554.299				
/ Acciones en circulación	448				
= Valor por acción	16.880				

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de Nueva Orleans, Louisiana, Estados Unidos, 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 mediante el suministro de 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 cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo 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 se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

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

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