

ALMACENES ÉXITO
BVC: EXITO

Primera cobertura

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2015

Recomendación: Comprar

Precio de la Acción y Valor del IGBC

Precio de la acción: COP\$13.500
Valor del COLCAP: 1.153.71
Potencial de Valoración: 86.88%
Precio por alcanzar es de COP\$25,228

La recomendación se basa básicamente en el potencial de valoración que tendrá la acción soportada en el plan de crecimiento del grupo las expectativas de revalorización que tanto Brasil como Argentina vienen gestionando y finalmente por la expansión de grupo que se traslada en mayor eficiencia y por ende valoración del activo.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
EBIDTA	\$ 4.014.362	\$ 4.383.415	\$ 4.820.711	\$ 5.274.112	\$ 5.969.706
UODI	\$ 2.089.567	\$ 2.225.455	\$ 2.427.749	\$ 3.100.097	\$ 3.548.680
WACC	10,4%	12,2%	8,9%	8,4%	8,5%
Capital Empleado Operativo	\$ 1.931.884	\$ 1.900.468	\$ 1.486.368	\$ 1.064.626	\$ 701.994
Flujo de Caja Libre	\$ 3.778.796	\$ 3.781.525	\$ 3.457.800	\$ 3.579.877	\$ 3.517.660

Cifras en millones de pesos excepto el wacc

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: \$6.042.658.266.000
Acciones en circulación: 447.604.316 acciones ordinarias
Volumen promedio diario 2015: \$6.525.193.261
Bursatilidad: Alta
Participación índice: COLCAP 2.753%
Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia
Beta: 1.07
Rango último año: 27.340 COP – 13.500 COP

Apreciación global de la Compañía

Localización: Empresa domiciliada en la ciudad de Medellín, Colombia.

Industria: Alimentos y Retail.

Descripción:

Empresa privada cuyo socio mayoritario es el grupo francés Casino.

Productos y servicios: Es una compañía multilatin regional líder del retail en Suramérica con más de 2.600 almacenes con presencia en Colombia, Brasil, Uruguay y Argentina

Las unidades de negocio que comprenden su portafolio de servicios, son: el retail, consumo al detal (Alimentos y no alimentos), tarjeta éxito, móvil éxito, seguros, viajes, estaciones de combustible y negocio inmobiliario.

Sitio web de la Compañía: www.exito.com

Analistas:

Yimmy Ricardo Castillo
Miguel Andrés Garay

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

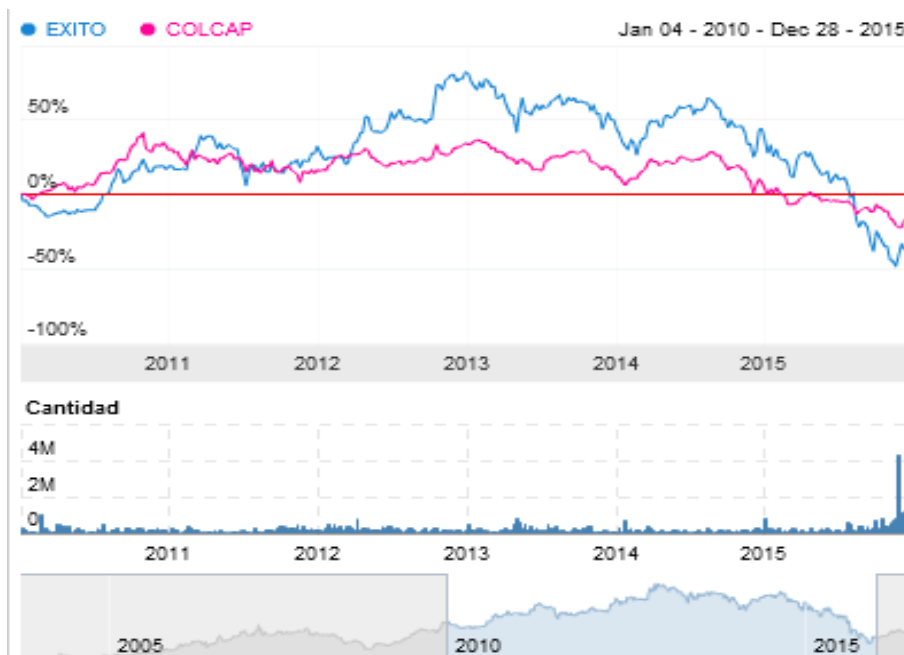
Asesor de Investigación:

Simón Restrepo Barth

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

La acción del Éxito se encuentra listada en Bolsa desde el año 1994. El rango de análisis de este activo se realiza desde enero de 2010 hasta diciembre de 2015.

Gráfica No. 1 Desempeño de la acción 2010-2015



Fuente: BVC 28 de Diciembre 2015

Gráfica No. 2 Desempeño de la acción 2010-2015 Plataforma Bloomberg



Fuente: Bloomberg

El comportamiento de la acción del Éxito, según los gráficos, muestra una disminución sustancial, aspecto que se explica por dos pilares fundamentales y dos momentos específicos en el tiempo: el primero (agosto 2014), se genera por el comportamiento de la economía colombiana, la cual experimentó un fuerte ajuste económico al verse disminuido el ingreso externo, afectando el crecimiento del consumo, lo cual se incorpora en el valor de la empresa, esta baja se calculó en un 43%; el segundo aspecto se da a mediados del año 2015, donde el grupo manifestó públicamente la intención de expandirse a Brasil y Argentina mediante la adquisición del 50% de los derechos de voto de GPA (Grupo Pão de Açúcar) en Brasil y del 100% de Libertad, en Argentina, por valor de US\$1.826 millones, en este momento la desvalorización del activo fue del 17%

Nueve meses después de que se consolidó el negocio del año para el grupo, la acción tuvo su punto más crítico en el mes de noviembre de 2015, cuyo precio estuvo en los \$10.100, sin embargo, la evolución generada ha sido positiva, alcanzando al cierre de mayo de 2016 un precio de \$15.200, siendo el 42.7% el precio más alto alcanzado por la acción (\$35.600 noviembre de 2012).

Gráfica No. 3 Desempeño de la acción Septiembre 2015-Mayo 2016



Fuente: BVC 14 de Junio 2016

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

En agosto de 2015 se aprueba en asamblea extraordinaria, como parte de su plan de internacionalización, la compra de Grupo Pão de Açúcar en Brasil y de Libertad en Argentina. Lo anterior le asegura al Grupo ser la compañía de Retail líder en Suramérica, al posicionarse en Brasil, Colombia, Argentina y Uruguay; llegando a un 75% de la población de la región, de acuerdo al comunicado del Grupo.¹

¹ Comunicado del Grupo el 19 de Agosto del 2015 en su página web <http://www.grupoexito.com.co/es/noticias/noticias-recientes/1390-pronunciamento-de-la-junta-directiva-en-relacion-con-la-transaccion-por-medio-de-la-cual-grupo-exito-invierte-en-grupo-pao-de-acucar-lider-del-retail-en-brasil-y-en-libertad-en-argentina>

Como resultado de la adquisición, al cierre del año 2015, almacenes Éxito, según sus cifras consolidadas, logra ingresos de COP\$33,4 billones, con un crecimiento del 218% con un EBITDA de COP\$2 billones, creciendo un 148%. Con lo que soportamos nuestra recomendación de adquirir o COMPRAR la acción del ÉXITO, dado el potencial que tiene el Grupo de consolidarse en 4 países y tener un crecimiento importante en la región.

TESIS DE INVERSIÓN

Los retos que tiene el Grupo para el 2016 y los próximos años venideros, se fundamentan en demostrar el valor que tienen las adquisiciones, tanto en Brasil como en Argentina, principalmente a los accionistas minoritarios, quienes demostraron estar en desacuerdo desde el comienzo con esta decisión, debido a la situación económica que enfrentan estos dos países; teniendo dificultades en el crecimiento de su PIB, al igual que en el control de la inflación. Si a lo anterior se le suma la volatilidad que ha tenido el precio de la acción en el 2015, sobre todo desde el momento en que se comunicó la aprobación de la inversión por medio de la asamblea extraordinaria, en la cual fue vital el apoyo de los mayores accionistas, que son el grupo Casino.

Ambos países vienen de gobiernos con tendencias de izquierda en los últimos años, revisando las acciones tomadas por la familia Kirchner en Argentina o de Dilma Rouseff en Brasil. En esos periodos ambos gobiernos han sido criticados por casos de corrupción, como por ejemplo el caso más sonado, el de la Petrolera Petrobras; en la cual la presidenta fue inhabilitada de su cargo durante la investigación. Mientras que en Argentina Cristina Kirchner vio cómo su partido perdió las elecciones presidenciales en 2015, frente a Mauricio Macri, quien es considerado de centro-derecha, que no dudo en instituir, como su primera medida económica, la de levantar el control que tenía el gobierno anterior a la tasa de cambio.

VALORACIÓN

Para la valoración de la compañía se realizó una proyección de los Estados Financieros consolidados de los cuatro países (Balance General, Estados de Resultados y Flujo de Caja) a 5 años, es decir a 2020; con la cual se pudo proyectar el EBIT, Depreciaciones y Amortizaciones, Capital de Trabajo; mientras que el porcentaje de impuestos, como son 4 países distintos, se sacó de los porcentajes que estableció el Grupo Éxito en su Informe de Gestión de 2015.

Con esta información se aplicó la metodología de los flujos de cajas descontados, estableciendo un WACC con un K_d , que se vio afectado por los préstamos para las adquisiciones del 2015, mientras que el K_e surge del Beta de Damodaran para el sector retail, y el Country Risk Premim y la devaluación surgen del promedio ponderado de los países con su participación en las Ventas, de acuerdo al crecimiento de sus economías, inflaciones y devaluaciones.

Tabla No. 1 Flujo de Caja Libre

	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
EBIT X (1-Tax)	\$ 2.089.567	\$ 2.225.455	\$ 2.427.749	\$ 3.100.097	\$ 3.548.680
Depreciación y Amortización	\$ 531.750	\$ 546.424	\$ 561.502	\$ 576.996	\$ 592.918
+/- Cambios en Capital de Trabajo	\$ 1.931.884	\$ 1.900.468	\$ 1.486.368	\$ 1.064.626	\$ 701.994
Variación CXC	\$ (703.612)	\$ (1.114.748)	\$ (924.621)	\$ (688.673)	\$ (482.349)
Variación Inventarios	\$ (3.182.985)	\$ (2.532.291)	\$ (1.973.544)	\$ (1.429.660)	\$ (972.851)
Variación CXP	\$ 5.818.481	\$ 5.547.507	\$ 4.384.534	\$ 3.182.959	\$ 2.157.194
- Capex	\$ (774.405)	\$ (890.822)	\$ (1.017.819)	\$ (1.161.842)	\$ (1.325.932)
= Flujo de Caja Libre	\$ 3.778.796	\$ 3.781.525	\$ 3.457.800	\$ 3.579.877	\$ 3.517.660

Cifras en millones de pesos

Fuente: Grupo de Valoración

Para complementar la valoración se utilizó otra metodología en finanzas: Múltiplos Comparables, en la cual el precio de mercado calculado en la valoración, comparado con otras compañías, en este caso del mismo sector, que son también grandes jugadores en el mercado mundial como son Costco, Carrefour y Wal-Mart.

Múltiplos Comparables

Tabla No. 2 Múltiplos Comparables 2015

Nombre	País	EV/Ventas	EV/EBITDA	EV/EBIT
Costco	Estados Unidos	0,53	12,89	16,9
Carrefour	Francia	0,32	6,76	0
Wal-Mart	Estados Unidos	0,65	8,68	11,61
Éxito	Colombia	0,45	7,77	10,99

Fuente: Bloomberg

Teniendo en cuenta el EV calculado a 2016 en la valoración mediante los flujos de caja descontados; los múltiplos cambian de la siguiente forma:

- Éxito EV/ Ventas 2016: 0,71
- Éxito EV/ EBITDA 2016: 12,70
- Éxito EV/ EBIT 2016: 14,64

Lo anterior sustenta la tesis del trabajo; la cual indica que la empresa tiene un potencial importante de valorización por lo cual ratifica la recomendación de compra. Finalmente lo que podemos definir es que la valorización por múltiplos complementa el método de flujos de caja descontados, ya que al estar ambos en función del Enterprise Value, permite a través de los múltiplos generar comparaciones con empresas similares y determinar un posible o no desfase del resultado.

Simulación

Las variables que se definieron y que se relacionan a continuación, fueron se determinaron por el alto impacto que al momento de correr el modelo ejercen sobre el Valor Patrimonial por Acción siendo este último nuestra variable a recomendar:

Tabla No. 3 Múltiplos Comparables 2015

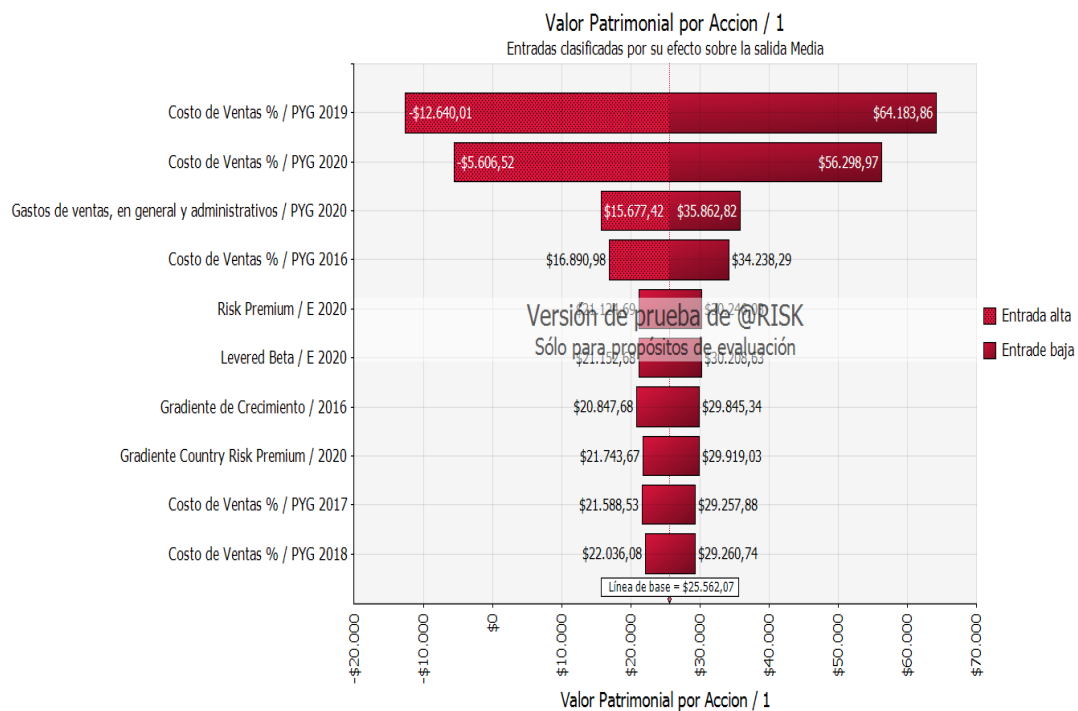
VARIABLES DE ENTRADA	VARIABLES DE SALIDA
Gradientes	Valor Terminal
Devaluacion	VPN Flujo de caja Libre
Country Risk Premium	VPN Valor Terminal
Crecimiento	Enterprise Value
WACC	Deuda Financiera
Risk Free Rate	Valor Patrimonial
Risk Premium	Valor Patrimonial por acción
Levered Beta	
Estado de Resultados	
Costo de Ventas	
Gastos	
DTF	

Fuente: Grupo de Valoración

Seguidamente utilizamos una distribución BETA que a pesar de su generalidad es una distribución que permite trabajar con datos porcentuales, siendo este el caso de las variables de entrada, para poder explicar fenómenos como el que se refiere a la estimación del valor patrimonial por acción, se utilizaron 10.000 iteraciones con lo cual pudimos encontrar una media de 25.772.

De acuerdo a lo anterior, a través de @RISK, generamos un Grafico tornado en el escenario inicial donde la variables más riesgosa para el valor patrimonial fueron, el costo de ventas (2019, 2020) seguido del gasto de ventas (2020), levered Beta (2020) y gradiente de crecimiento del (2016).

Gráfica No. 4 Variables de Entrada – Ditrribución Beta

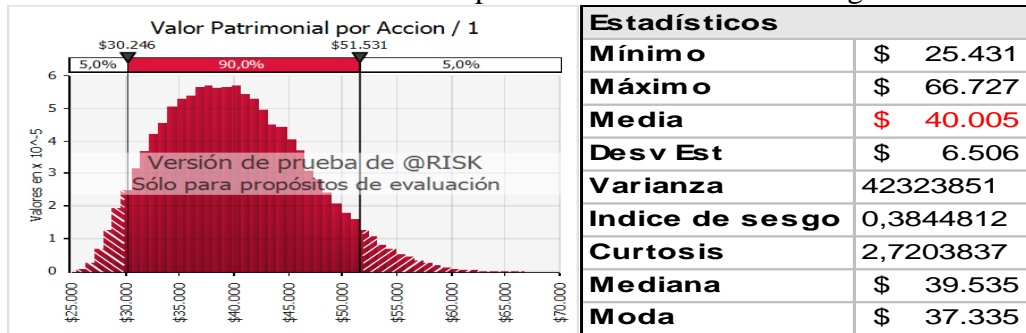


Fuente: Grupo de Valoración

En razón al resultado del grafico anterior generamos dos escenarios; uno optimista y otro pesimista en los cuales estresamos el modelo con el objetivo de validar como se comportaría el valor patrimonial de la acción a continuación adjuntamos los resultados:

Escenario Optimista: Gradiente de Crecimiento 2016:(3%), Costo de Ventas 2019: (-2%), Gasto de Ventas 2019: (-2%) Levered Beta 2020:(-1%) Distribución Triangular
En este caso nuestra media es de \$40.005

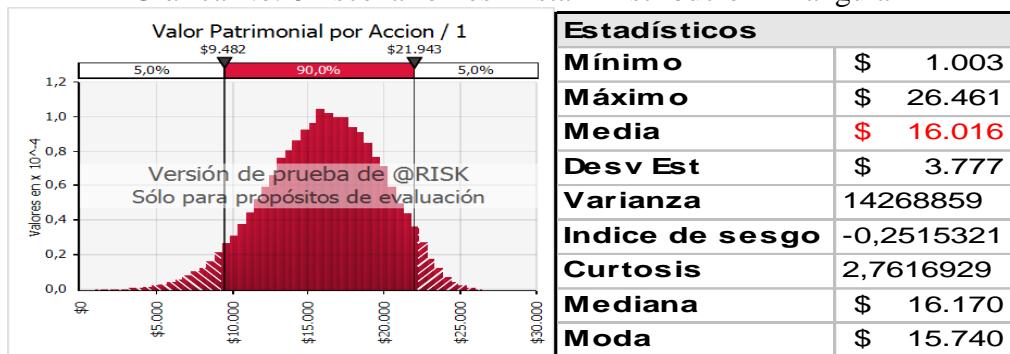
Gráfica No. 5 Escenario Optimista – Distribución Triangular



Fuente: Grupo de Valoración

Escenario Pesimista: Gradiente de Crecimiento 2016:(-3%), Costo de Ventas 2019: (2%), Gasto de Ventas 2019: (2%) Levered Beta 2020:(1%) Distribución Triangular
En este caso nuestra Media es de \$16.016

Gráfica No. 6 Escenario Pesimista - Distribución Triangular



Fuente: Grupo de Valoración

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El Sector Retail en Colombia tiene una importante participación en el PIB, es por eso que el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), desde el año 1997, creó un sector llamado Grandes Almacenes e Hipermercados Minoristas; en el cual realizan investigaciones trimestralmente con información sobre las ventas, personal ocupado, sueldos y salarios. En noticias del diario *La República*, en el 2014 quedó evidenciado el cambio en la estructura de esta industria; en los últimos años los actores con mayor participación son empresas que tienen tamaños superiores a los del supermercado 2500m² y además funcionan como tiendas por departamentos.

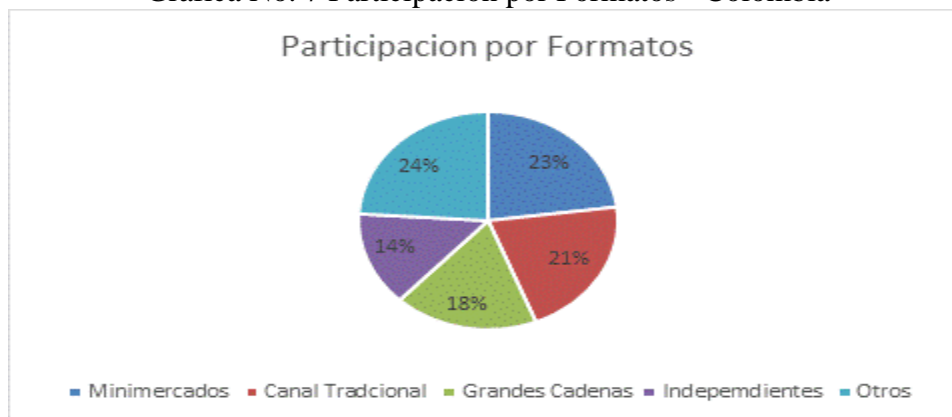
Aunque estas empresas tienen una alta penetración en el mercado, siempre han tenido que lidiar con las pequeñas tiendas o tiendas de barrio; las cuales ofrecen la facilidad por la cercanía, pero tienen la debilidad de la variedad de productos, que si tienen las grandes superficies. De ahí que los grandes actores hayan decidido aumentar su participación con la adquisición de tiendas de supermercados, como por ejemplo Almacenes Éxito, al adquirir Carulla, una compañía con el formato de supermercados. Aunque fue una buena estrategia, este sector es muy dinámico y ahora viene presentando un fenómeno en el cual han aparecido más competidores con el formato de pequeñas tiendas, como son ARA, ROMI, EURO o D1; esta última hace parte del holding de empresas del Grupo Santo Domingo.

Entre los factores macroeconómicos que influyen en esta industria se encuentra principalmente la inflación; en Colombia existe un índice calculado por el DANE que se denomina IPC (Índice de Precios del Consumidor), este índice tiene varios subíndices como por ejemplo el IPA (Índice de Precios de Alimentos). La importancia de este factor macroeconómico radica en que un incremento en la inflación genera presiones en los precios de Almacenes Éxito; ya que los proveedores deben ajustar el precio de venta por la pérdida de valor del dinero para la compra de inventarios o materia prima, esta situación Almacenes Éxito debe trasladarla al consumidor final, que también se ve afectado al poder comprar menos con la misma cantidad de dinero.

Otro factor macroeconómico preponderante es la tasa de cambio; en especial la depreciación del peso colombiano, hoy en día se pueden observar los efectos nocivos para el país con la revaluación del dólar, dado que Almacenes Éxito también comercializa con productos del exterior, y en la mayoría de los casos estos productos se negocian en dólares; lo que puede generar que Almacenes Éxito tenga que importar menos de estos productos, y con el inventario existente mantener el equilibrio en las ganancias para conservar el flujo de caja que le permita sostener sus niveles de capital de trabajo. La industria del retail y de las grandes superficies es un sector regularizado por la superintendencia de industria y comercio.

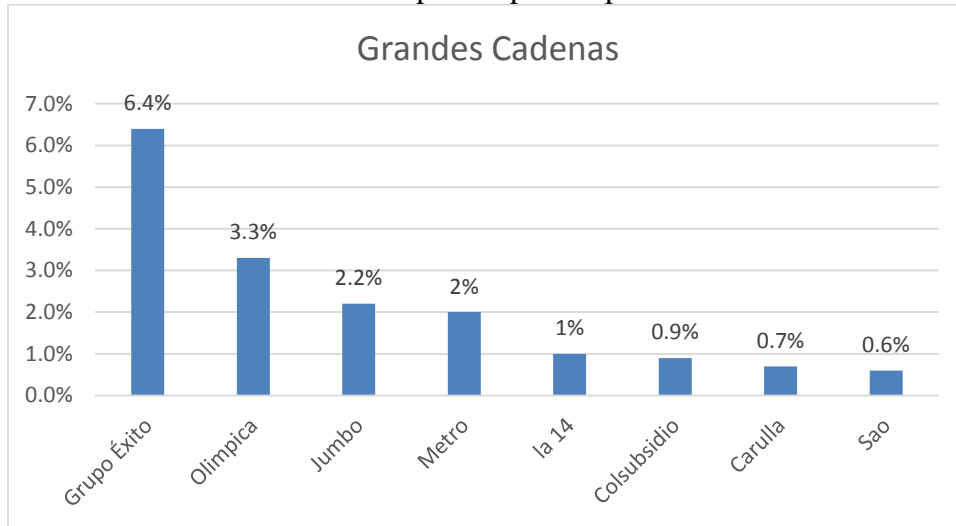
Para el año 2015 los mini mercados lideraron la participación de canales en Colombia con un share del 23% seguido por el canal tradicional con el 21%, grandes cadenas, donde se ubica el GRUPO ÉXITO con el 18% y otros grupos denominados como independientes con el 14%. A continuación relacionamos gráficamente dichas participaciones:

Gráfica No. 7 Participación por Formatos - Colombia



Fuente: Grupo de Valoración/Informe Kantar Worldpanel

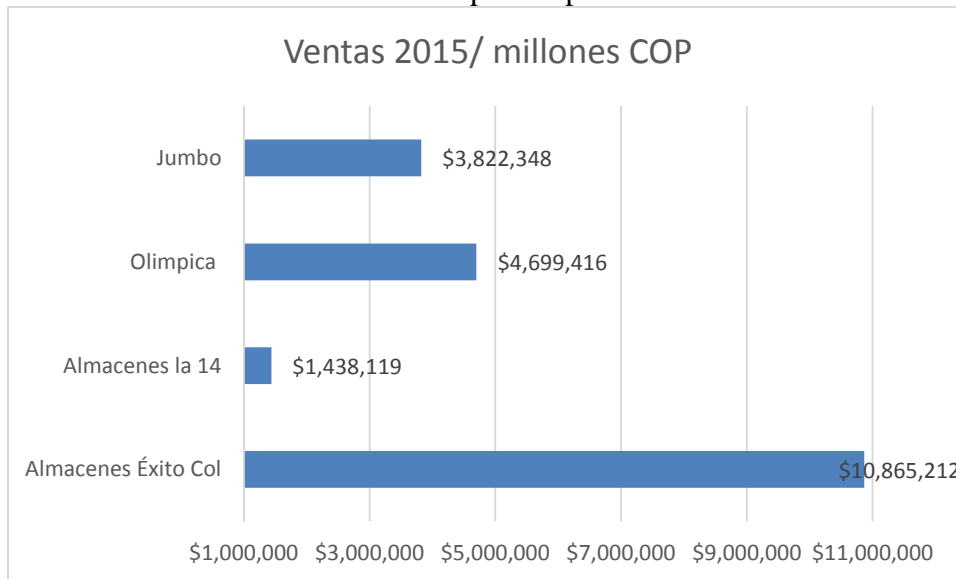
Gráfica No. 8 Participación por Empresa - Colombia



Fuente: Grupo de Valoración/Informe Kantar Worldpanel

Ingresos operacionales

Gráfica No. 9 Ventas por Empresa - Colombia



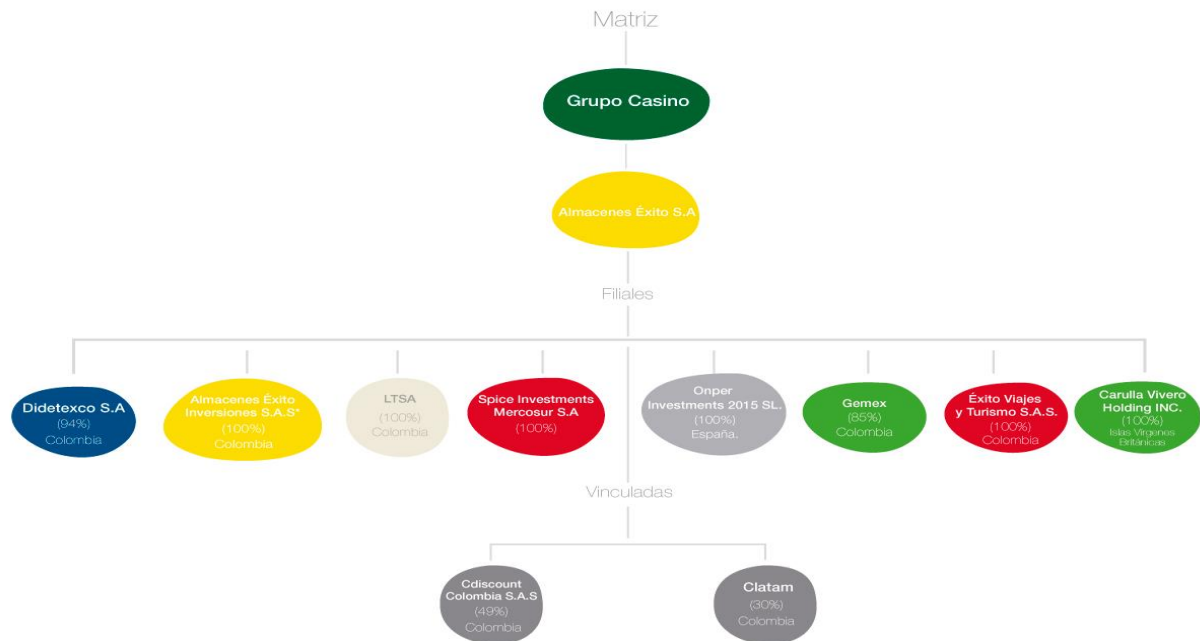
Fuente: Grupo de Valoración/Superintendencia de Sociedades

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

1. ESTRUCTURA DE LA EMPRESA

Almacenes Éxito cuenta con una sólida estructura empresarial, es liderado por el grupo Casino cuya matriz francesa controla el grupo en más de un 54%. Cuenta con 7 filiales y 2 vinculadas.

Figura No. 1 Organigrama Grupo EXITO

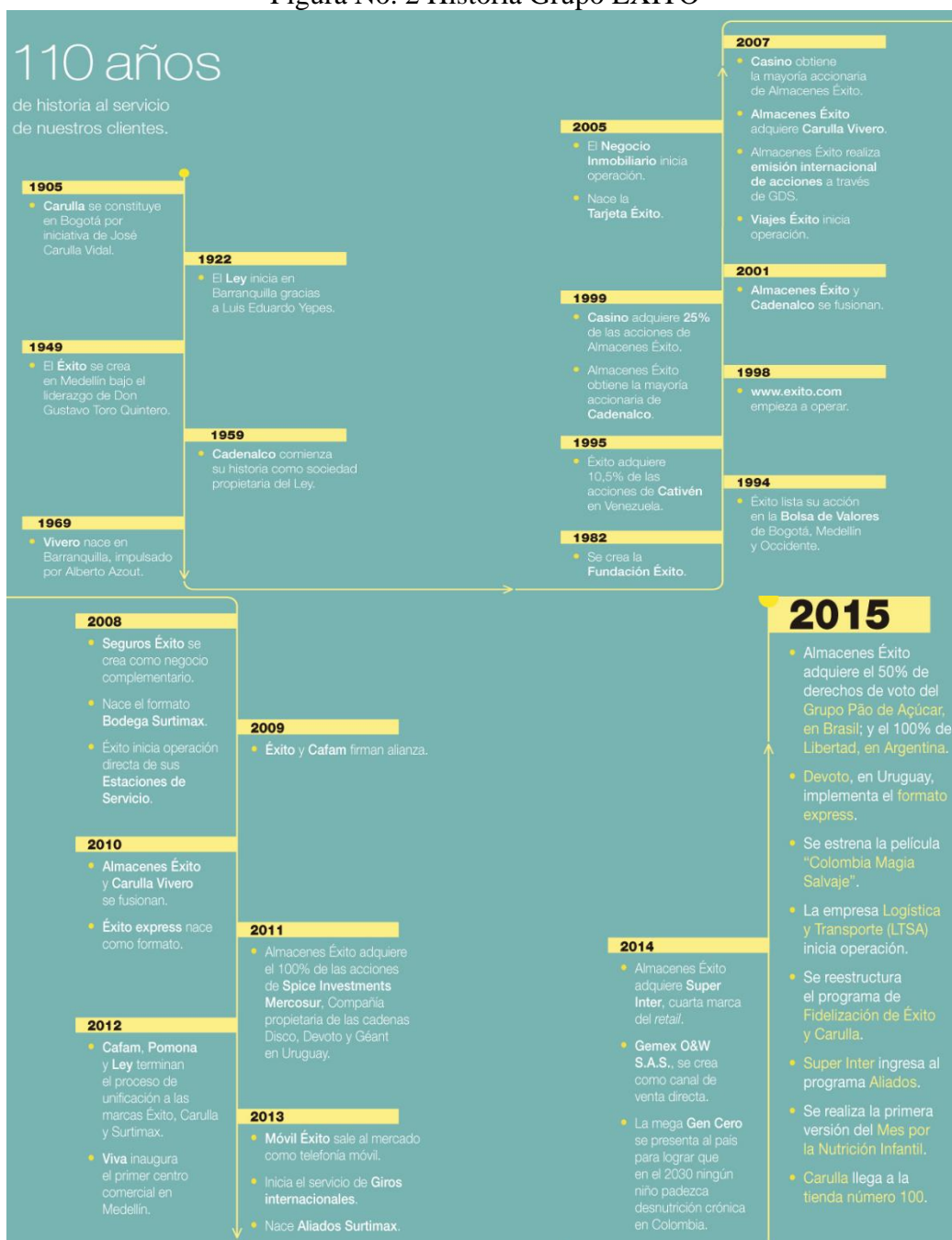


Fuente <http://www.grupoexito.com.co/es/informacion-general/historia>

2. HISTORIA

La historia del Éxito es el resultado de un cuidadoso y eficiente manejo corporativo, desde su fundación en el año de 1949 ha generado un crecimiento constante acompañado de expansión local, internacional, adquisición de marcas y alianzas estratégicas que lo llevan a ser la marca más reconocida a nivel nacional. Para el año 2015 se genera, según lo manifiesta el grupo, el negocio del año adquiriendo el 18.8% de las acciones y el control del grupo Pao de azúcar en Brasil y el 100% de Libertad en Argentina, consolidando su plan de internacionalización y expansión. Lo anterior apunta a ser la empresa de retail líder del mercado en Latinoamérica

Figura No. 2 Historia Grupo EXITO



Fuente <http://www.grupoexito.com.co/es/informacion-general/historia>

3. ANALISIS FODA Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

Fortalezas

Entre las fortalezas que tiene el Grupo Éxito, la más importantes es el poder de negociación que tiene con los proveedores, en el cual el pago es aproximadamente a 90 días, siendo una empresa de retail, es decir que recibe efectivo a diario; la empresa tiene un flujo de caja bastante líquido y trabaja de sus proveedores. La otra gran fortaleza es la presencia que tiene en el territorio nacional; lo cual le permite llegar a la mayoría de los segmentos económicos de la población. La tercera gran fortaleza del grupo es su diversificación en el portafolio de servicios, ya que no son solo una industria de retail sino que también vinculan actividades financieras como la tarjeta éxito, inmobiliarias como el arrendamiento de espacios, turísticas, seguros y telefonía celular a través de móvil éxito.

Oportunidades

De acuerdo a los estados financieros oficiales del año 2015, con tan solo 4 meses de integración de los 4 países, la compañía aumentó sus utilidades netas un 14% (\$573.000 millones), mientras que sus ingresos se duplicaron a \$33,4 billones. Adicionalmente, en el 2016 las directivas decidieron pagar un 16,3%, es decir 675,5 pesos por acción frente a los 531 pesos recibidos en el 2015, tema que dio tranquilidad a los accionistas minoritarios. Aun con las dificultades macroeconómicas de los países, para el 2016 el Grupo tiene lineamientos establecidos, por ejemplo, para Colombia la meta se encuentra en la expansión inmobiliaria, mientras que en Argentina y en Uruguay se enfocará en mantener el buen rendimiento en el retail y en el comercio electrónico. Finalmente en Brasil se espera una recuperación económica y dado que el 53% de Pao de Azúcar es en alimentos, este rubro no ha sido tan afectado por la crisis, además el grupo cuenta con 18 proyectos para impulsar la lealtad con puntos, un modelo textil para impulsar la industria nacional de cada país y realizar compras conjuntas en alimentos.

Debilidades

Se considera, como la mayor debilidad, la alta competencia que tiene en estratos bajos debido a que el consumidor prefiere, en la mayoría de casos, comprar en tiendas de barrio por precio y por cercanía. Lo cual ha obligado al Grupo Éxito a adquirir marcas como Surtimax; pero aun así han aparecido fuertes competidores como es el caso de D1, empresa que está penetrando el mercado exponencialmente. La razón principal de lo anterior se debe a que pertenece a un grupo económico muy trascendental en el país; el cual le permite tener facilidades de capital de trabajo.

Amenazas

Sin duda alguna hay dos temas que se presentan como las mayores amenazas para el Grupo Éxito: la primera es la inflación, en los últimos años la inflación en Colombia se encontraba en los niveles regulados por el Banco de la Republica, que era del rango del 2% al 4%, teniendo como meta el 3%, pero esta tendencia cambió en el 2015 debido a

que la inflación superó estos límites al ubicarse en 6,77%; donde la inflación de alimentos llegó a 10,82%, lo cual conllevó a un aumento del salario mínimo del 7% para el 2016. Esta situación afecta la producción nacional, así como el consumo en el país, y si además le sumamos la segunda variable de amenaza, que es la devaluación frente al dólar, lo cual encarece tanto la materia prima de los proveedores nacionales del Grupo Éxito, como las importaciones de productos que se venden, como por ejemplo los productos tecnológicos. Esta situación económica es más complicada para los otros países en los que tiene presencia el Grupo:

Tabla No. 4 Proyección Inflación / Devaluación 2016

PAIS	INFLACION	DEVALUACION /USD
COLOMBIA	6.80%	40%
BRASIL	10.70%	59%
ARGENTINA	25.40%	59%
URUGUAY	9.40%	

Fuente: Bloomberg

4. PRODUCTOS Y SERVICIOS

En este sentido, la empresa objeto de investigación es una institución comercial, líder del mercado de ventas, que en el 2015 alcanzó los 2.600 puntos de venta en los 4 países donde opera, convirtiéndola en una de las compañías más representativa de Latinoamérica en este sector. Su negocio es fácil de entender, son una megatienda donde se encuentra casi de todo. Las unidades de negocio que comprende su portafolio de servicios son el retail, consumo al detal (Alimentos y no alimentos), tarjeta éxito, móvil éxito, seguros, viajes, estaciones de combustible y negocio inmobiliario.

5. ESTRATEGIA

La estrategia del grupo está orientada a generar una mayor ventaja competitiva gracias a su incursión en ciudades capitales, intermedias y pequeñas poblaciones. Esta penetración de la marca la hace de fácil recordación y muy cercana a todos los clientes, llegando a cada uno de los segmentos comerciales con marcas como SurtiMax y Éxito (masivo) y Carulla (preferencial).

6. DESARROLLOS RECIENTES

Para el año 2015 el aspecto más relevante para el GRUPO ÉXITO fue la adquisición de una participación accionaria del 18,8% y el control del Grupo Pão de Açúcar en Brasil, al mismo tiempo que el 100% de Libertad S.A en Argentina. Lo anterior generó un crecimiento de su estructura financiera bastante significativo, generando un EBITDA al 148%, siendo el 6.1% de los ingresos totales.

7. ANALISIS DE COMPETIDORES

Para efectos del presente trabajo, los competidores definidos a nivel mundial fueron: Cotsco, Carrefour y Walmart, lo anterior teniendo en cuenta su tamaño, su participación global económicamente hablando y su tipología de negocio.

Tabla No. 5 Benchmark Márgenes Financieros

INDICADOR/ EMPRESA 2015	ÉXITO	COSTCO	CARREFOUR	WALMART
Margen Bruto	24.71	13.02	23.39	25.13
Margen EBITDA	5.75	4.09	4.74	6.96
Margen operacional	4.06	3.12	2.76	5
Margen Beneficio Neto	1.72	2.05	1.23	3.05

Fuente: Bloomberg.

COTSCO:

Es la cadena tipo Club de precios más grande en el mundo basada en ventas al mayoreo; Con 670 tiendas en el mundo, es la segunda cadena más grande del mundo en la categoría de comercio, también es la quinta distribuidora minorista en los Estados Unidos.

CARREFOUR:

Es una cadena multinacional de distribución de origen francés, siendo el primer grupo europeo, completa 10. 860 tiendas en 33 países (10 países integrados), 3.360 tiendas en Europa (excepto Francia), 5.013 tiendas en Francia, 830 tiendas en América Latina y 307 en Asia, así como 1.350 tiendas en países en convenio

WALMART:

Es una corporación multinacional de tiendas de origen estadounidense, que opera cadenas de grandes almacenes de descuento y clubes de almacenes Walmart tiene casi 11. 000 tiendas bajo 65 marcas en 28 países y cuenta con sitios web de comercio electrónico en 11 países.

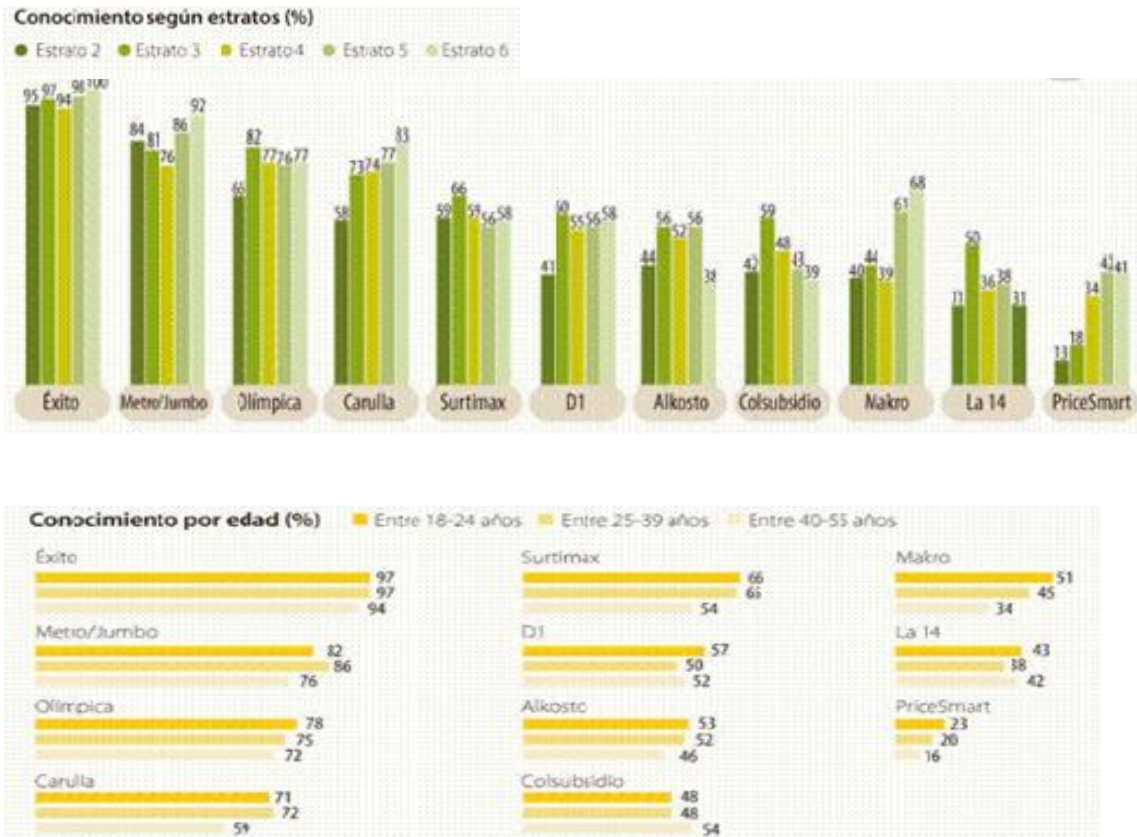
A nivel local tenemos que la mayor competencia es Jumbo/Metro. Un estudio de *BrandStrat* realizado a 590 personas en el país en el presente año, dio como resultado que Éxito es la marca más conocida con 96% de participación, seguida por Jumbo/Metro con 82%.

Gráfica No. 10 Posicionamiento de Marca



Lo anterior se evidenció en la mayoría de estratos y grupos de edades en las cuales se realizó el estudio de investigación, básicamente y en gran medida a la presencia que tiene la cadena a nivel nacional, a través de los diferentes formatos que ofrece.

Gráfica No. 11 Por Estratos y Edades



Fuente: <http://www.larepublica.co/en-retail-la-competencia-es-entre-%C3%A9xito-y-jumbo> 347466

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Actualmente el Grupo Éxito está liderado por Carlos Mario Giraldo Moreno, Presidente desde al año 2003. A él lo acompaña una Junta Directiva conformada por Miembros Independientes y patrimoniales

Almacenes Éxito, durante el 2015, implementó los estándares de Gobierno Corporativo contenidos en el Nuevo Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia (Circular Externa 028 de 2014, expedida por la Superintendencia Financiera), así mismo incorporó los mismos en su Compendio de Gobierno Corporativo. También recibió, de la Bolsa de Valores de Colombia, por tercer año consecutivo, el Reconocimiento IR por la adopción voluntaria de las mejores prácticas en revelación de información y relación con inversionistas.

La Organización cuenta con un adecuado desempeño de los sistemas de control interno y de revelación de la información financiera. Adicionalmente, la información financiera y los hechos relevantes han sido oportunamente revelados al mercado. Es de resaltar el

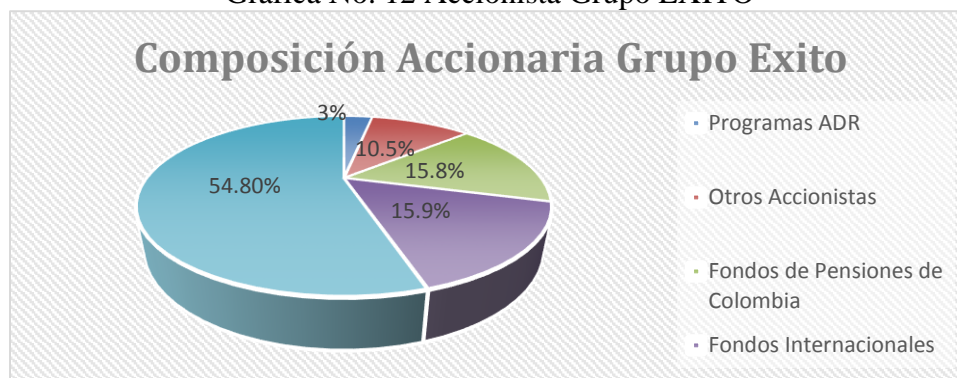
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse 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.

adecuado manejo de gestión de riesgo, el sistema de prevención y control de lavado de activos y el programa de transparencia.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

1. Principales accionistas

Gráfica No. 12 Accionista Grupo EXITO



Fuente <http://www.grupoexito.com.co>

La Sociedad tiene un capital autorizado de 530 millones de acciones, de las cuales se encuentran emitidas un total de 448.240.151 y el saldo de 81.759.849 corresponde a acciones en reserva.

De las acciones emitidas, un total de 447.604.316 acciones ordinarias se encuentran en circulación y 635.835 fueron readquiridas.

El número de accionistas, con corte al 31 de diciembre de 2015, es de 9.060, de los cuales; el 88,8% corresponde a personas naturales con una participación accionaria del 3,76%, y el 11,2% a personas jurídicas con una participación equivalente al 96,24% del capital social.

2. Política de Dividendos

Almacenes Éxito en la asamblea general de accionistas de la sociedad, en las reuniones anuales ordinarias, toma decisiones sobre el monto a distribuir de las utilidades netas de cada ejercicio para sus accionistas, las cuales dependen del porcentaje y monto de las utilidades, así como de sus planes de expansión o crecimiento del Grupo. En el último año la empresa decidió aumentar las utilidades a repartir, representada en un 52% de las utilidades de 2015 (297 mil millones de pesos colombianos); dejando a un lado la inflación el crecimiento es de 9,53% frente al año anterior.

RIESGOS DE INVERSIÓN

A continuación describimos los principales riesgos que se asumen en la inversión, propios de la empresa, y que podrían afectar el capital del inversionista, al tiempo que se comenta cómo el grupo, desde su administración los viene mitigando.

Riesgo de Crédito

El Grupo se encuentra expuesto al riesgo de crédito por sus actividades operativas, en particular, por los deudores comerciales y sus actividades financieras, como la financiación a través de tarjetas de crédito, incluidos los depósitos en bancos e instituciones financieras y otros instrumentos financieros.

Los ítems que forman parte de esta categoría son:

- Efectivo y equivalentes de efectivo
- Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar
- Cartera de créditos
- Garantías

Riesgo de Mercado

Entendido por los cambios en los precios del entorno macroeconómico. En este aspecto la compañía gestiona, a través de un estricto control de auditoría, los aspectos que podrían afectar los ingresos del Grupo con el cual buscan mitigar dicha afectación.

Los ítems que forman parte de esta categoría son:

- Riesgo de la tasa de interés
- Riesgo de moneda
- Riesgo de precio de acciones

Riesgo de liquidez

En el caso de que la compañía no pueda cumplir con sus obligaciones asociadas con sus pasivos financieros, el Grupo gestiona el riesgo de liquidez a través del seguimiento diario de los flujos de caja, control de vencimiento de los activos y pasivos financieros y una relación adecuada con las respectivas entidades financieras de cada país.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Es importante resaltar que la valorización del Grupo Éxito se trabajó sobre los estados financieros consolidados debido a que se decidió esperar la forma como la empresa iba a reportar los Estados Financieros de la empresa para el 2015 a sus accionistas; las opciones que existían era que fuera por estados financieros consolidados o por suma de partes. Finalmente las directivas tomaron la decisión de realizarlo por el método de consolidar las operaciones y se quiso seguir con este lineamiento por la complejidad en el acceso de la información macroeconómica y de mercado de los otros países.

1. Supuestos de Operación

Para proyectar las ventas de Almacenes Éxito, se consideró como primera medida el crecimiento que tuvo el grupo en el año 2015 con la adquisición de (Grupo Pão de Açúcar) en Brasil y de Libertad, en Argentina. Según el informe de gestión del grupo de 2015: para consolidar las ventas de los cuatro países, la organización reportó dentro de los Estados Financieros, los ingresos al 100% de sus operaciones en Colombia y en Uruguay; pero en Brasil y en Argentina, solo se reportaron cuatro meses de ingresos; es decir, de septiembre a diciembre de 2015, debido a que en el segundo semestre del año fue cuando la empresa culminó el proceso de la compra en esos países.

Teniendo en cuenta lo anterior, para el año 2016 el crecimiento de la compañía se vio

afectado, no solo por el crecimiento económico de cada país (PIB), como se puede observar en la siguiente tabla; sino también por el crecimiento en el ingreso de Brasil y Argentina; en el cual ya se toman los 12 meses del año, impactando tanto la comparación del ingreso de 2015 a 2016, años proyectados influyendo en el valor de la compañía. Los datos para el crecimiento económico de los cuatro países se obtuvieron de los informes más actualizados, teniendo como fuente el Fondo Monetario Internacional y las proyecciones macroeconómicas que genera el grupo de analistas de esta importante entidad.

Para estimar el costo de la mercancía vendida y los gastos de administración, se analizó el porcentaje de participación sobre las ventas de ambos rubros, debido a, como se ha mencionado anteriormente, el 2015 fue un año que cambió radicalmente los indicadores del Grupo Éxito, por lo que en la valoración se decidió ir recuperando poco a poco los niveles que tenía antes de la compra. De allí que el costo de la mercancía vendida esté en un 74% sobre las ventas y vaya decreciendo y baje un punto porcentual para 2020; mientras que en el gasto administrativo se contempló estar en el 20%, teniendo en cuenta la presión que puede tener la organización con el tema de la inflación y la devaluación en los países; lo cual genera que haya una presión importante por mantener el nivel de los gastos para contrarrestar el efecto en el costo de la mercancía vendida.

- Ventas estimadas

Tabla No. 3 Proyecciones Ventas Grupo Éxito

En Millones de COP	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
Ingreso	71.603.848	71.535.453	72.668.539	74.387.236	76.200.241

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

Tabla No. 4 Supuestos para la proyección de Ventas

AÑO	2016	2017	2018	2019	2020
Colombia Ventas (billones COP)	10,87	11,19	11,60	12,09	12,60
Brasil Ventas (billones COP)	57,72	57,20	57,80	58,93	60,12
Argentina Ventas (billones COP)	1,89	1,94	2,00	2,06	2,11
Uruguay Ventas (billones COP)	2,23	2,29	2,36	2,43	2,51
Colombia (Participación %)	14,9%	15,4%	15,7%	16,0%	16,3%
Brasil (Participación %)	79,4%	78,8%	78,4%	78,1%	77,7%
Argentina (Participación %)	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Uruguay (Participación %)	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Colombia (Crecimiento Económico %)	2,5%	3,0%	3,7%	4,1%	4,3%
Brasil (Crecimiento Económico %)	-3,8%	-0,9%	1,1%	2,0%	2,0%
Argentina (Crecimiento Económico %)	-1,0%	2,8%	2,9%	2,8%	2,8%
Uruguay (Crecimiento Económico %)	1,4%	2,6%	3,0%	3,1%	3,1%

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

- Costo de la mercancía vendida

Tabla No. 5 Proyecciones Costo de Venta Grupo Éxito

En Millones de COP	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
- Coste de ingreso	53.154.023	53.071.791	53.852.094	55.024.166	56.169.268

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

Tabla No. 6 Participación Costos sobre las Ventas

E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
74,23%	74,19%	74,11%	73,97%	73,71%

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

- Gastos de administración y de comercialización

Tabla No. 7 Proyecciones Gastos Operacionales Grupo Éxito

En Millones de COP	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
- Gastos operativos	15.066.918	14.726.375	14.656.940	14.765.660	14.753.890

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

Tabla No. 8 Participación Gastos sobre las Ventas

Participación sobre las Ventas				
E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
21,04%	20,59%	20,17%	19,85%	19,36%

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

2. Supuestos de Inversión

- CAPEX y Activos fijos

El Capex de la compañía se incrementó de forma considerable en el año 2015; en el cual llegó a los 12 billones de pesos, lo cual conllevó a replantear el crecimiento anual del Capex. Según los informes de gestión del Grupo Éxito y el objetivo de la administración, el reto más importante es el de consolidar las operaciones en el extranjero, por lo que la inversión que se realizó en 2015 hace que el Capex vaya creciendo de forma gradual, como se puede observar en la participación sobre las ventas; en la cual para el 2015 la participación fue de 36,6%, mientras que para el periodo de la valoración del 2016 al 2020 el porcentaje fue 1,02%, 1,17%, 1,32%, 1,47% y 1,64% respectivamente. Para llegar a esos niveles se trabajó sobre promedios históricos de 2012 a 2014, en los cuatro rubros que componen el Capex, que son: Terrenos, Edificios, Construcción en Progreso y Muebles/Maquinaria/Equipo.

Tabla No. 9 Capex

Año	FY 2015*	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
Crecimiento Anual						
Terrenos	319,29%	2,31%	2,48%	2,63%	2,77%	2,91%
Edificios	334,46%	2,29%	2,46%	2,61%	2,75%	2,89%
Construcción en progreso	313,23%	-2,83%	-3,03%	-3,22%	-3,39%	-3,56%
Muebles/Maquinaría/Equipo	167,69%	9,07%	9,74%	10,33%	10,89%	11,42%
Millones COP						
Terrenos	\$ 1.697.515	\$ 51.454	\$ 56.532	\$ 61.444	\$ 66.471	\$ 71.626
Edificios	\$ 6.416.123	\$ 191.105	\$ 209.936	\$ 228.142	\$ 246.765	\$ 265.856
Construcción en progreso	\$ 288.411	-\$ 10.751	-\$ 11.219	-\$ 11.538	-\$ 11.771	-\$ 11.923
Muebles/Maquinaría/Equipo	\$ 3.746.250	\$ 542.598	\$ 635.572	\$ 739.771	\$ 860.377	\$ 1.000.373
Total Capex	\$ 12.148.299	\$ 774.405	\$ 890.822	\$ 1.017.819	\$ 1.161.842	\$ 1.325.932

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

*Adquisición de Operaciones en Brasil y Argentina

3. Capital de Trabajo

Debido al sector de retail, al cual pertenece el Grupo Éxito, el Capital de Trabajo tiene la particularidad de ser negativo; la principal razón para ello se debe a que esta industria se caracteriza por el apalancamiento operativo, en el cual son mayores las cuentas por pagar que la cartera y los inventarios. En Colombia, el Grupo Éxito ha sido muy criticado por esta práctica debido a las condiciones tan difíciles que tienen que afrontar los proveedores, en donde está el dualismo entre sacrificar el flujo de caja por tener mayor cobertura que ofrece la cantidad de puntos que tiene esta compañía a nivel nacional; con lo cual aumenta el acercamiento de los productos al cliente final y generar recordación con la marca.

Históricamente, el Grupo Éxito, en el periodo de 2011 al 2014, los días de la cartera eran de 13 días, los inventarios rotaban cada 55 días y por último las cuentas por pagar tenían una rotación de 105 días; casi 7 veces los días de la cartera. Pero esta situación se modifica en el año 2015; por ejemplo, los días de cartera pasan a 36 días, los días de inventario se ubican a 126 días y los días de las cuentas por pagar se vuelven a 265 días. El cambio en el capital de trabajo prácticamente se incrementó más de 2,5 veces; algo esencial que se tuvo que considerar para la valoración.

Por el capital de trabajo era importante mantener el nivel de apalancamiento operativo, continuar financiándose con los proveedores; de tal forma y como se observa en la tabla de capital de trabajo, la rotación de los tres componentes se mantuvo en niveles que permitieran este fin. Debido al crecimiento de las ventas año a año, el capital de trabajo también debía aumentar, de forma tal que la variación de los saldos fuera positiva y en mayor medida para las cuentas por pagar.

Tabla No. 10 Capital de Trabajo

Año	FY 2015*	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
Rotación CXC	10,04x	17,77x	13,90x	11,97x	11,01x	10,52x
Rotación CXP	1,37x	2,20x	1,79x	1,58x	1,48x	1,43x
Rotación Inventarios	2,89x	4,47x	3,68x	3,29x	3,09x	2,99x
Días CXC	36,35	20,54	26,25	30,49	33,16	34,68
Días CXP	265,65	165,63	204,04	230,80	247,00	255,98
Días de Inventarios	126,30	81,61	99,15	111,09	118,21	122,12
Millones COP						
Saldo CXC	\$ 3.326.474	\$ 4.030.086	\$ 5.144.834	\$ 6.069.456	\$ 6.758.129	\$ 7.240.477
Saldo CXP	\$ 18.302.424	\$ 24.120.905	\$ 29.668.413	\$ 34.052.947	\$ 37.235.906	\$ 39.393.099
Saldo Inventarios	\$ 8.702.015	\$ 11.885.000	\$ 14.417.291	\$ 16.390.836	\$ 17.820.496	\$ 18.793.346
Variación CXC	\$ 2.878.501	\$ 703.612	\$ 1.114.748	\$ 924.621	\$ 688.673	\$ 482.349
Variación CXP	\$ 15.523.610	\$ 5.818.481	\$ 5.547.507	\$ 4.384.534	\$ 3.182.959	\$ 2.157.194
Variación Inventarios	\$ 7.309.917	\$ 3.182.985	\$ 2.532.291	\$ 1.973.544	\$ 1.429.660	\$ 972.851

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

4. Hipótesis financieras

En la tabla de la estructura financiera del Grupo Éxito, se muestra cómo varía la participación de la deuda frente al *equity* de la organización después de la compra. Durante los años 2011 y 2014, el porcentaje de deuda inició con una participación del 3,03% y terminó en el 1,31%, pero con la compra en el 2015 el porcentaje subió de forma considerable al 20%. En la valoración, este porcentaje está disminuyendo gradualmente para ubicarse en el 9% en el 2020; la razón se debe, la intención que tiene la Directiva de acuerdo al informe de gestión de 2015, de ir pagando el apalancamiento financiero en el menor tiempo posible; para lo cual el grupo finalizando el 2015 realizó una reestructuración de la deuda, en la cual se pagó 1, 4 billones con bancos nacionales y 1,34 billones con bancos extranjeros, obteniendo 838 millones con bancos nacionales y 1,5 billones con bancos extranjeros.

Para determinar la estructura financiera del Grupo Éxito, fue muy importante analizar el efecto del apalancamiento financiero para complementar la adquisición de las operaciones en Brasil y Argentina. En el informe de gestión del 2015; dentro de sus pasivos financieros, la organización presentó un cuadro en el cual se muestran los vencimientos de los préstamos a valor presente. Para establecer los intereses, cuota, pago de capital y el saldo de la deuda, se decidió tener una tabla de amortización con cada vencimiento, teniendo como tasa de interés en cada uno de los préstamos; tasas de acuerdo al perfil que tiene el Grupo Éxito, es decir, tanto por el monto, el tiempo y la calificación que tiene este tipo de empresa.

En el cálculo del WACC, se trabajó el K_e mediante el método que utiliza el Ministerio de Hacienda en Colombia (Risk Free Rate + Beta Apalancado* Equity Risk Premium+ Country Risk Premium). La tasa Risk Free Rate se obtuvo de la página de internet del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (la tasa de su bono al 31 de diciembre de 2015 a 10 años). Por otra parte el Risk Premium se calculó como la diferencia entre la

media geométrica de los bonos y el rendimiento de las acciones. Para el country risk Premium se calculó con los datos de Damodaran de los 4 países para el 2016; estimando un gradiente mediante un promedio ponderado sobre las ventas de los 4 países, mientras que para los siguientes años se asumió indexar el country risk Premium de cada país con su respectiva inflación anual. El Beta se obtuvo de la página de Internet de Damodaran y por último la devaluación se calculó de un promedio ponderado de la participación de las ventas con la devolución o revaluación de cada uno de los países.

Para estimar el Kd se trabajó con el vencimiento de la deuda de largo plazo que está a valor presente como se indica en el Informe de Gestión del Grupo Éxito en el 2015, utilizando las tasas del mercado. Como se puede observar en la siguiente tabla aun con la fuerte financiación para la adquisición del 2015, en el Wacc tiene un mayor peso el Ke que el Kd. Es importante resaltar que para la valoración se utilizó la metodología de *Rolling Wacc* debido a que se adapta mejor a la cambiante estructura de capital y expectativas macroeconómicas y tributarias.

Tabla No. 14 Estructura financiera. D/E ratio

	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
Risk Free Rate	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%	2,27%
Risk Premium	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%	4,54%
Levered Beta	1,05	1,01	1,00	0,99	0,99
Country Risk Premium	3,53%	3,78%	4,01%	4,23%	4,41%
Devaluation	0,30%	1,86%	-1,55%	-2,30%	-2,37%
Ke USD	10,58%	10,65%	10,80%	11,01%	11,17%
Ke COP	10,91%	12,71%	9,09%	8,45%	8,54%
Taxes	40,00%	42,00%	43,00%	34,00%	34,00%
Kd	11,97%	11,97%	12,16%	12,46%	12,67%
Kd*(1-Tx)	7,18%	6,94%	6,93%	8,22%	8,36%
Estructura de Financiación					
%D	14,85%	9,70%	7,18%	6,13%	5,41%
%E	85,15%	90,30%	92,82%	93,87%	94,59%
WACC	10,36%	12,15%	8,93%	8,44%	8,53%

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

- Estructura financiera. D/E ratio

Tabla No. 15 Estructura financiera. D/E ratio

	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
% DEBT	3,03%	2,20%	2,34%	1,31%	20,46%	14,85%	9,70%	7,18%	6,13%	5,41%
% EQUITY	96,97%	97,80%	97,66%	98,69%	79,54%	85,15%	90,30%	92,82%	93,87%	94,59%

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

Vencimiento de Deuda 2015 a valor Presente

AÑO TOTAL

2017	\$ 2.686.800
2018	\$ 2.225.965
2019	\$ 550.462
>2020	\$ 1.244.334
Total	\$ 6.707.561

5. Impuestos

Debido a que Almacenes Éxito opera en 4 países latinoamericanos, la disposición fiscal se relaciona a continuación:

Tabla No. 16 Impuestos

PAIS	IMPUESTOS
COLOMBIA	41%
BRASIL (Controladora)	25%
BRASIL (Subsidiaria)	34%
ARGENTINA	35%
URUGUAY	25%

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

A pesar de la información anterior, la administración de Almacenes Éxito, según su Informe de Gestión, estipuló para realizar las proyecciones los siguientes valores impositivos hasta el 2019; los cuales fueron utilizados en el modelo de valoración.

Tabla No. 17 Supuestos Impuestos

	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
Impuestos	40,00%	42,00%	43,00%	34,00%	34,00%

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Sugeridas:

- Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
- Bloomberg.
- Diario La República
- Diario Portafolio
- Fondo Monetario Internacional
- Grupo Éxito
- Kantar World Panel
- Superintendencia Financiera
- Superintendencia de Sociedades

Tabla No. 18 Estado de Ingresos Histórico y Proyectado

En Millones de COP	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
Ingreso	8.844.710	10.229.673	10.696.961	11.420.321	33.402.211	71.603.848	71.535.453	72.668.539	74.387.236	76.200.241
- Coste de ingreso	6.610.665	7.559.872	7.854.807	8.428.937	25.147.776	53.154.023	53.071.791	53.852.094	55.024.166	56.169.268
Beneficio bruto	2.234.045	2.669.801	2.842.154	2.991.384	8.254.435	18.449.825	18.463.662	18.816.444	19.363.071	20.030.973
+ Otros ingresos operacionales	0	0	0	0	99.705	99.705	99.705	99.705	99.705	99.705
- Gastos operativos	1.810.723	2.175.634	2.297.566	2.417.342	6.997.333	15.066.918	14.726.375	14.656.940	14.765.660	14.753.890
Ingreso operativo	423.322	494.167	544.588	574.042	1.356.807	3.482.611	3.836.992	4.259.209	4.697.116	5.376.787
- Gastos de intereses	157.771	139.972	81.807	133.849	1.628.308	1.426.882	1.425.520	1.448.099	1.482.348	1.518.477
- Pérdida neta no operacional	-157.917	-206.777	-86.915	-141.679	-1.242.430	-590.729	-322.383	-17.907	133.793	192.120
Ingreso antes de impuestos	423.468	560.972	549.696	581.872	970.929	2.646.458	2.733.855	2.829.017	3.080.975	3.666.190
- Gasto de impuesto al ingreso	33.447	83.549	109.417	121.913	398.428	641.298	640.686	650.834	666.227	682.464
- P/G de inflación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingreso antes de PE	390.021	477.423	440.279	459.959	572.501	2.005.160	2.093.170	2.178.184	2.414.748	2.983.726
- Pérdida extraordinaria neta antes de impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Intereses minoritarios	566	2.118	1.872	1.094	-994	-994	-994	-994	-994	-994
Ben neto	389.455	475.305	438.407	458.865	573.495	2.006.154	2.094.164	2.179.178	2.415.742	2.984.720
- Efectivo dividendos preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

Tabla No. 19 Balance Histórico proyectado

En Millones de COP	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
Activos										
+ Efectivo y equivalentes	1.487.540	1.591.110	1.772.411	1.590.802	10.068.717	10.482.833	10.665.010	11.656.130	13.005.597	14.280.819
+ Inversiones a corto plazo	786.142	916.067	981.754	1.423.355	0	0	0	0	0	0
+ Cuentas y pagarés por cobrar	327.700	359.780	417.807	447.973	3.326.474	4.030.086	5.144.834	6.069.456	6.758.129	7.240.477
+ Inventarios	994.501	1.106.138	1.138.925	1.392.098	8.702.015	11.885.000	14.417.291	16.390.836	17.820.496	18.793.346
+ Otros activos corrientes	51.401	45.037	42.225	70.581	1.797.529	1.797.529	1.797.529	1.797.529	1.797.529	1.797.529
Activos totales actuales	3.647.284	4.018.132	4.353.122	4.924.809	23.894.735	28.195.448	32.024.664	35.913.950	39.381.751	42.112.172
+ Inversiones LP	121.555	165.731	199.469	206.246	1.675.560	1.675.560	1.675.560	1.675.560	1.675.560	1.675.560
+ Activos fijos netos	2.265.785	2.248.909	2.279.059	2.286.280	11.951.037	12.193.692	12.538.090	12.994.407	13.579.253	14.312.266
+ <i>Activos fijos brutos</i>	<i>4.175.362</i>	<i>4.348.854</i>	<i>4.537.184</i>	<i>4.776.131</i>	<i>17.431.335</i>	<i>18.205.740</i>	<i>19.096.562</i>	<i>20.114.381</i>	<i>21.276.223</i>	<i>22.602.155</i>
- <i>Depreciación acumulada</i>	<i>1.909.577</i>	<i>2.099.945</i>	<i>2.258.125</i>	<i>2.489.851</i>	<i>5.480.298</i>	<i>6.012.048</i>	<i>6.558.472</i>	<i>7.119.974</i>	<i>7.696.971</i>	<i>8.289.889</i>
+ Otros activos a largo plazo	3.773.771	3.889.230	3.953.691	4.166.421	14.437.121	14.437.121	14.437.121	14.437.121	14.437.121	14.437.121
Activos totales LP	6.161.111	6.303.870	6.432.219	6.658.947	28.063.718	28.306.373	28.650.771	29.107.088	29.691.934	30.424.947
Activo total	9.808.395	10.322.002	10.785.341	11.583.756	51.958.453	56.501.821	60.675.435	65.021.038	69.073.684	72.537.119
Pasivo y capital social										
+ Cuentas por pagar	1.795.271	2.051.606	2.189.422	2.778.814	18.302.424	24.120.905	29.668.413	34.052.947	37.235.906	39.393.099
+ Préstamos a corto plazo	73.030	77.372	102.325	151.844	3.922.558	3.922.558	3.922.558	3.922.558	3.922.558	3.922.558
+ Otro pasivo a corto plazo	268.862	299.230	385.237	380.506	2.571.411	2.571.411	2.571.411	2.571.411	2.571.411	2.571.411
Pasivos totales corrientes	2.137.163	2.428.208	2.676.984	3.311.164	24.796.393	30.614.874	36.162.382	40.546.916	43.729.875	45.887.068
+ Préstamos a largo plazo	224.650	150.000	150.000	0	6.707.561	4.469.494	1.962.859	745.203	308.206	0
+ Otros pasivos a largo plazo	199.341	138.337	83.247	98.181	4.625.444	4.625.444	4.625.444	4.625.444	4.625.444	4.625.444
Pasivo total a largo plazo	423.991	288.337	233.247	98.181	11.333.005	9.094.938	6.588.303	5.370.647	4.933.650	4.625.444
Pasivos totales	2.561.154	2.716.545	2.910.231	3.409.345	36.129.398	39.709.812	42.750.685	45.917.562	48.663.524	50.512.512
+ Capital preferente total	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Interés minoritario	9.517	13.678	14.480	15.354	8.300.573	8.300.573	8.300.573	8.300.573	8.300.573	8.300.573
+ Capital en acciones y APIC	0	4.482	4.826.333	4.905.136	4.847.948	4.847.948	4.847.948	4.847.948	4.847.948	4.847.948
+ Beneficios retenidos y otro capital	7.237.724	7.587.297	3.034.297	3.253.921	2.680.534	3.643.488	4.776.229	5.954.955	7.261.639	8.876.085
Patrimonio total	7.247.241	7.605.457	7.875.110	8.174.411	15.829.055	16.792.009	17.924.750	19.103.476	20.410.160	22.024.606
Pasivo y capital totales	9.808.395	10.322.002	10.785.341	11.583.756	51.958.453	56.501.821	60.675.435	65.021.038	69.073.684	72.537.119

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

Tabla No. 20 Flujo de Caja Historico y Proyectado

En Millones de COP	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
Efectivo de actividades operacionales										
+ Ben neto	389.455	475.305	438.407	458.865	573.495	2.006.154	2.094.164	2.179.178	2.415.742	2.984.720
+ Depreciación + amortización	323.893	368.709	393.463	386.264	562.215	531.750	546.424	561.502	576.996	592.918
+ Otros ajustes de elementos no líquidos	-59.518	21.443	35.317	4.750	973.499	0	0	0	0	0
+ Cambios en capital no en efectivo	235.724	20.788	39.602	196.410	7.779.780	0	0	0	0	0
Cambios en cuentas por cobrar						-703.612	-1.114.748	-924.621	-688.673	-482.349
Cambios en cuentas por pagar						5.818.481	5.547.507	4.384.534	3.182.959	2.157.194
Cambios en inventarios						-3.182.985	-2.532.291	-1.973.544	-1.429.660	-972.851
Efectivo de operaciones	889.554	886.245	906.789	1.046.289	9.888.989	4.469.789	4.541.055	4.227.048	4.057.365	4.279.632
Flujos de caja de inversión										
+ Despojo de activos fijos	56.612	54.042	15.463	47.255	81.545	0	0	0	0	0
+ Gastos de capital	-202.066	-262.331	-335.696	-198.475	-1.054.194	0	0	0	0	0
+ Incremento de las inversiones	-856.519	-176.565	-63.261	-455.756	0	-774.405	-890.822	-1.017.819	-1.161.842	-1.325.932
+ Disminución de las inversiones	107.700	--	--	0	52.998	0	0	0	0	0
+ Otras actividades de inversión	-1.056.725	-6.638	28.361	-103.548	-4.300.609	0	0	0	0	0
Flujos de caja de inversión	-1.950.998	-391.492	-355.133	-710.524	-5.220.260	-774.405	-890.822	-1.017.819	-1.161.842	-1.325.932
Efectivo de actividades de financiación										
+ Dividendos pagados	0	-146.016	-226.553	-237.556	-283.715	-1.043.200	-961.423	-1.000.452	-1.109.058	-1.370.273
+ Cambio en préstamos a corto plazo	0	--	--	--	0	0	0	0	0	0
+ Aumento en préstamos a LP	2.319.697	185.312	105.242	8.164	6.313.526	0	0	0	0	0
+ Disminución en préstamos a largo plazo	-2.539.022	-244.284	-80.425	-108.644	-3.417.158	-2.238.067	-2.506.635	-1.217.657	-436.997	-308.206
+ Incremento en acciones	2.553.877	0	0	2.014	102	0	0	0	0	0
+ Disminución en acciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Otras actividades de financiación	-286.326	-186.195	-168.619	-166.705	0	0	0	0	0	0
Efectivo de actividades de financiación	2.048.226	-391.183	-370.355	-336.022	2.446.050	-3.281.267	-3.468.057	-2.218.109	-1.546.055	-1.678.479
Cambios netos en el efectivo	986.782	103.570	181.301	-257	7.114.779	414.116	182.176	991.120	1.349.467	1.275.221

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

Tabla No. 21 Valoración de la Compañía

	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019	E 2020
EBIT X (1-Tax)	\$ 2.089.567	\$ 2.225.455	\$ 2.427.749	\$ 3.100.097	\$ 3.548.680
Depreciación y Amortización +/- Cambios en Capital de Trabajo	\$ 1.931.884	\$ 1.900.468	\$ 1.486.368	\$ 1.064.626	\$ 701.994
Variación CXC	\$ (703.612)	\$ (1.114.748)	\$ (924.621)	\$ (688.673)	\$ (482.349)
Variación Inventarios	\$ (3.182.985)	\$ (2.532.291)	\$ (1.973.544)	\$ (1.429.660)	\$ (972.851)
Variación CXP	\$ 5.818.481	\$ 5.547.507	\$ 4.384.534	\$ 3.182.959	\$ 2.157.194
- Capex	\$ (774.405)	\$ (890.822)	\$ (1.017.819)	\$ (1.161.842)	\$ (1.325.932)
= Flujo de Caja Libre	\$ 3.778.796	\$ 3.781.525	\$ 3.457.800	\$ 3.579.877	\$ 3.517.660

Fuente: Equipo de Valoración (Junio 2016)

WACC Acumulado	1,10	1,24	1,35	1,46	1,59
				G WACC	2%
					8,53%
				Valor Terminal	\$ 59.172.434

Valor de la Firma \$ **51.002.152**

Valor Presente de Flujos de Caja Libre \$ 3.424.081 \$ 3.055.293 \$ 2.564.658 \$ 2.448.549 \$ 2.216.957

Valor Presente de Flujos de Caja Libre \$ 13.709.539

Valor Presente del Valor Terminal \$ 37.292.613

Excedentes de Efectivo+Activos No Operacionales \$ -

Enterprise Value \$ **51.002.152**

Deuda Financiera \$ **39.709.812**

Valor Patrimonial \$ **11.292.340**

Número de Acciones en Circulación (mcp) \$ **448**

Valor Patrimonial por Acción \$ **25.228**

Precio de la Acción 2015 \$ **13.500**

Potencial Valoración **86,88%**

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 New 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/>

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