

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



Análisis comparable entre Supermercados Peruanos y Grupo Éxito en Colombia

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS
CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO OTORGADO POR LA PONTIFICIA
UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERU**

PRESENTADA POR

Altamirano, Jorge

Fernández, Victor

Guerrero, María

Sullca, Denisse

Asesor: Juan O'Brien

Surco, julio de 2017

Agradecimientos

Expresamos nuestra gratitud a Dios por sus bendiciones para poder desarrollar esta Maestría.

A nuestros familiares y amigos, quienes nos motivaron para lograr nuestros objetivos.

A nuestro asesor, Juan O'Brien Cáceres por su ayuda y orientación en la elaboración de nuestra tesis.



Dedicatorias

Agradezco a Dios, a mi familia y a mi enamorada quienes fueron un gran apoyo en estos dos años de maestría.

Jorge Altamirano

Gracias a Dios, a mi esposa y a mis padres por el apoyo incondicional y su paciencia y comprensión por mis ausencias y en especial a mi hija Annabeth que es la fuerza que me motiva a salir adelante.

Víctor Alexander Fernández

A Dios y a mi familia por su apoyo incondicional y su motivación constante que contribuyen a mi desarrollo profesional y personal.

María Guerrero

A Dios por sus bendiciones, a mis padres que siempre me brindan su constante apoyo y me enseñan a ser mejor cada día y a mi hermana por su comprensión, ellos son mi mejor inspiración.

Denisse Sullca

Resumen Ejecutivo

La presente tesis tiene como objetivo identificar los principales inputs de valor de las empresas cuyo principal negocio son los supermercados: “Supermercados Peruanos” de Perú y “Grupo Éxito” de Colombia; así como identificar las estrategias necesarias para incrementar el valor de cada empresa. Para ello, se ha realizado la valorización de ambas empresas, partiendo de saldos reales al cierre de diciembre de 2016 proyectado hasta el año 2026, con la finalidad de permitir el crecimiento orgánico e inorgánico, mejorar las condiciones de financiamiento e incrementar la rentabilidad de los accionistas de ambas empresas.

Para determinar el valor de ambas empresas, se utilizó el método de flujos de caja descontados, los mismos que fueron aplicados al principal negocio de ambas empresas. Asimismo, las alternativas de financiamiento propuestas en la presente investigación, se desarrollaron sobre la base del análisis de estructura óptima de capital y la descomposición del retorno sobre patrimonio (ROE) a través del análisis Dupont.

Se identificó que los inputs de valor más sensibles para ambas empresas son el costo del capital invertido por metro cuadrado, el costo de ventas y los gastos operativos, estos pueden agregar o disminuir el valor de las empresas, en caso no son gestionados correcta y oportunamente. Con los inputs de valor evaluados, se determinó que la valorización de Supermercados Peruanos genera un valor empresa de S/. 2,503 millones y un precio por acción de S/. 2.75; y, en el caso de la valorización del Grupo Éxito se obtuvo un valor empresa de COP 15'759,247 millones y un precio por acción de 25,934 Pesos Colombianos (COP).

Abstract

The present thesis aims to identify the main value inputs of the companies whose main business is supermarkets: "Supermercados Peruanos" from Peru and "Grupo Éxito" from Colombia; As well as identify the strategies needed to increase the value of each company. To achieve this, the valuation of the companies has been carried out, starting their balance sheets as of December 2016 projected until 2026, in order to allow organic and inorganic growth, to improve financing conditions and to increase the profitability of the shareholders of both companies.

To determine the value of both companies, it has been used the discounted free cash flow method, this method was applied to the main business of both companies. In addition, the financing alternatives proposed in the present research were developed on the basis of the optimal capital structure analysis and the decomposition of return on equity (ROE) through the Dupont analysis.

It was identified that the most sensitive value inputs for both companies are the capital expenditure cost per square meter, cost of goods sold and operating expenses, these can add or decrease the value of the companies, if these are not managed correctly and in a timely manner. With the evaluated value inputs, it was determined that the valuation of Supermercados Peruanos generates a company value of S / . 2,503 millions and a price per share of S / . 2.75; and in the case of the valuation of Grupo Exito, it was obtained a company value of COP 15'759,247 millions of colombian pesos and a price per share of COP 25,934 colombian pesos.

Tabla de Contenido

Lista de Tablas	ix
Capítulo I: Análisis del Sector y Análisis de Estados Financieros	1
1.1. Principales Características del Sector en los Países Analizados y en Latinoamérica	1
1.2. Principales Tendencias en el Sector	15
1.3. Análisis de Estados Financieros y Comparables Sectoriales	22
Capítulo II: Análisis Financiero de las Empresas.....	30
2.1. Descripción de las Empresas	30
2.1.1. Breve historia.....	30
2.1.2. Estrategia de la empresa y objetivos estratégicos.....	40
2.1.3. Descripción de productos y servicios	45
2.1.4. Descripción de los planes comerciales y de inversión de la empresa	48
2.2. Análisis de la estructura de capital	51
2.2.1. Estructura de capital óptima y análisis de riesgos	51
2.2.2. Esquema y análisis comparativo.....	62
2.3. Análisis de capital de trabajo	63
2.3.1. Óptimos de capital de trabajo.	63
2.3.2. Planeamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo. 66	66
2.3.3. Esquema y análisis comparativo	67
2.4. Análisis de Valor.....	68
2.4.1. Inputs de valor.....	68

2.4.2. Valorización de la empresa.....	79
2.4.3. Análisis de riesgo. Análisis de sensibilidad, escenarios y aleatorio probabilístico. 84	
2.4.4. Esquema y análisis comparativo.....	101
Capítulo III: Reporte Financiero	107
3.1. Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones	107
3.2. Análisis de posible emisión de deuda y categorización del riesgo	109
3.3. Propuestas de reestructuración de las empresas.....	113
3.3.1. Crecimiento orgánico.....	113
3.3.2. Crecimiento inorgánico.....	117
Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones.....	119
4.1 Conclusiones	119
4.2 Recomendaciones.....	121
Referencias.....	123
Apéndice A: 2016 Global Retail Development Index	131
Apéndice B: Estado de Ganancias y Pérdidas Proyectado de Supermercados Peruanos (Expresado en Miles de S/.)	132
Apéndice C: Estado de Ganancias y Pérdidas Proyectado de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)	133
Apéndice D: Estado de Situación Financiera Proyectado de Supermercados Peruanos (Expresado en Miles de S/.)	134
Apéndice E: Estado de Situación Financiera Proyectado de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)	135

Apéndice E-1: Estado de Situación Financiera Proyectado de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)	136
Apéndice F: Estado de Flujo de Efectivo Contable de Supermercados Peruanos (Expresado en Miles de S/.)	137
Apéndice G: Estado de Flujo de Efectivo Contable de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)	138



Lista de Tablas

Tabla 1 <i>Ratios de Rentabilidad de Empresas Comparables del Subsector Supermercados</i> <i>2016(en porcentaje)</i>	24
Tabla 2 <i>Análisis Dupont del Sector Retail</i>	26
Tabla 3 <i>Indicadores de Endeudamiento</i>	27
Tabla 4 <i>Indicadores de Liquidez</i>	28
Tabla 5 <i>Indicadores de Gestión</i>	29
Tabla 6 <i>Hechos Históricos de Supermercados Peruanos</i>	31
Tabla 7 <i>Historia de Grupo Éxito Colombia</i>	38
Tabla 8 <i>Directorio de Supermercados Peruanos S.A.</i>	41
Tabla 9 <i>Accionistas de Supermercados Peruanos S.A.</i>	41
Tabla 10 <i>Junta Directiva de Grupo Éxito S.A.</i>	43
Tabla 11 <i>Participación Patrimonial de Grupo Éxito</i>	44
Tabla 12 <i>Indicadores de Mercado para el Cálculo del WACC de SPSA</i>	53
Tabla 13 <i>Relación de Ratio de Cobertura, Spread y Tasa de Financiamiento</i>	53
Tabla 14 <i>Estructura Óptima de Capital de Supermercados Peruanos (Expresado en Miles de S/.)</i>	54
Tabla 15 <i>Indicadores de Mercado para el Cálculo del WACC de Grupo Éxito</i>	56
Tabla 16 <i>Estructura Óptima de Capital de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	57
Tabla 17 <i>Análisis de Sensibilidad de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	59
Tabla 18 <i>Ratio de Endeudamiento de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	60

Tabla 19 <i>Esquema y Análisis Comparativo de Estructura de Capital Óptima de Grupo Éxito (Expresado en millones de COP) y SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	63
Tabla 20 <i>Proyección de Capital de Trabajo de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	64
Tabla 21 <i>Ratios de Capital de Trabajo de Almacenes Éxito de Colombia</i>	65
Tabla 22 <i>Proyección de Capital de Trabajo de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	65
Tabla 23 <i>Deuda de Corto Plazo Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	67
Tabla 24 <i>Comparativo de Capital de Trabajo entre Almacenes Éxito Colombia y SPSA a diciembre de 2016</i>	68
Tabla 25 <i>Ratio de Ingresos por Ventas sobre Metros Cuadrados de Tiendas de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	69
Tabla 26 <i>Ratio de Ventas sobre Metros Cuadrados de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	70
Tabla 27 <i>Crecimiento de Metros Cuadrados de Tiendas de SPSA</i>	70
Tabla 28 <i>Crecimiento de Metros Cuadrados de Almacenes Éxito de Colombia</i>	71
Tabla 29 <i>Ratio de Costo de Ventas de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	71
Tabla 30 <i>Ratio de costo de ventas Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	71
Tabla 31 <i>Ratio de Gastos Operativos de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	72
Tabla 32 <i>Ratio de Gastos Operativos de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	72
Tabla 33 <i>CAPEX - Activo Fijo entre Metros Cuadrados de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	73

Tabla 34 CAPEX - Intangible entre Metros Cuadrados de SPSA (Expresado en Miles de S/.)	74
Tabla 35 CAPEX - Activo Fijo entre Ventas de Almacenes Éxito de Colombia (Expresado en Millones de COP)	74
Tabla 36 Distribución del Activo Fijo Bruto de Almacenes Éxito de Colombia	75
Tabla 37 Depreciación según Activo de Almacenes Éxito de Colombia	75
Tabla 38 Movimiento de Activo Fijo y Depreciación de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)	75
Tabla 39 Ratio de períodos promedio de SPSA	76
Tabla 40 Valorización de SPSA (Expresado en Miles de S/.)	82
Tabla 41 Valorización de Grupo Éxito - Primera Etapa (Expresado en Millones de COP)	83
Tabla 42 Múltiplos comparables	84
Tabla 43 Valorización de CBD vía múltiplo comprable en Reales Brasileños (Expresado en BRL)	84
Tabla 44 Total Valorización de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP), excepto para número de acciones y precio por acción	84
Tabla 45 Inputs de Valor Estadísticos	86
Tabla 46 Inputs de Valor con Probabilidades	86
Tabla 47 Estadística Descriptiva de la Simulación de Montecarlo en el VAN de SPSA	87
Tabla 48 Riesgos y Probabilidades del Valor de SPSA	87
Tabla 49 Inputs de Valor Estadísticos de Grupo Éxito	89

Tabla 50 <i>Estadística Descriptiva de la Simulación Montecarlo en el Valor de la acción de Grupo Éxito</i>	90
Tabla 51 <i>Riesgos y Probabilidades del Valor de Grupo Éxito</i>	90
Tabla 52 <i>Sensibilidad de la Tasa Crecimiento en Metros Cuadrados (Expresado en Miles de S/.)</i>	91
Tabla 53 <i>Sensibilidad de la Tasa Crecimiento en Metros Cuadrados (Expresado en COP)</i> ..	91
Tabla 54 <i>Sensibilidad de la Tasa Crecimiento en Ventas por Metro Cuadrado (Expresado en Miles de S/.)</i>	92
Tabla 55 <i>Sensibilidad de la Tasa de Crecimiento en Ventas por Metro Cuadrado (Expresado en COP)</i>	92
Tabla 56 <i>Sensibilidad del Costo de Ventas (Expresado en Miles de S/.)</i>	93
Tabla 57 <i>Sensibilidad del Costo de Ventas (Expresado en COP)</i>	93
Tabla 58 <i>Sensibilidad del EBITDA (Expresado en Miles de S/.)</i>	94
Tabla 59 <i>Sensibilidad de los Gastos Operativos (Expresado en Miles de S/.)</i>	94
Tabla 60 <i>Sensibilidad de los Gastos Operativos de Grupo Éxito (Expresado en COP)</i>	95
Tabla 61 <i>Sensibilidad de la Tasa de Perpetuidad de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	95
Tabla 62 <i>Sensibilidad del Costo de CAPEX de SPSA por Metro Cuadrado (Expresado en Miles de S/.)</i>	96
Tabla 63 <i>Sensibilidad del Costo de CAPEX de Grupo Éxito (Expresado en COP)</i>	96
Tabla 64 <i>Sensibilidad del valor de SPSA ante Fluctuaciones del CAPEX y el Crecimiento de Metro Cuadrado (Expresado en Miles de S/.)</i>	97

Tabla 65 <i>Sensibilidad del valor de la empresa ante fluctuaciones del margen EBITDA y el crecimiento de ventas por metro cuadrado de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	98
Tabla 66 <i>Sensibilidad del Valor de SPSA ante fluctuaciones del WACC y la Tasa de Perpetuidad de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	98
Tabla 67 <i>Sensibilidad del Valor de SPSA ante Fluctuaciones de los Porcentajes respecto de los Gastos Operativos y del Costo de Ventas (Expresad en Miles de S/.)</i>	99
Tabla 68 <i>Sensibilidad del Valor de Grupo Éxito ante Fluctuaciones de los porcentajes respecto a las Ventas de los Gastos Operativos y del Costo de Ventas (Expresado en Millones de COP)</i>	100
Tabla 69 <i>Sensibilidad del Valor de la empresa ante fluctuaciones del WACC y el Multiplo Valor empresa EBITDA utilizado para CBD</i>	100
Tabla 70 <i>Sensibilidad del Precio de la Acción ante Fluctuaciones del WACC y la Tasa de Perpetuidad de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	101
Tabla 71 <i>Múltiplos Comparables de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP) y de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	106
Tabla 72 <i>Análisis Dupont de SPSA (Expresado en Miles de S/.)</i>	108
Tabla 73 <i>Estimaciones de Deuda según Intereses de las Clasificaciones de Riesgo (Expresado en Miles de S/.)</i>	110
Tabla 74 <i>Flujo del Financiamiento de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	111
Tabla 75 <i>Consideraciones sobre el Endeudamiento Estimado de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	112
Tabla 76 <i>Valorización de SPSA - Crecimiento orgánico (Expresado en Miles de S/.)</i>	115

Tabla 77 <i>Valorización de Crecimiento Orgánico de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)</i>	116
Tabla 78 <i>Sensibilidad Margen EBITDA y Múltiplo Valor empresa entre EBITDA</i>	117
Tabla 79 <i>Escenarios del valor de SPSA con un crecimiento inorgánico (Expresado en Miles de S/.)</i>	117

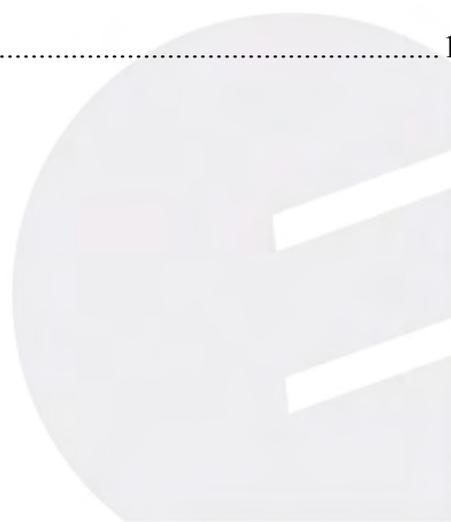


Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Crecimiento anual de la actividad económica peruana versus precio del cobre en US\$.	2
<i>Figura 2.</i> Variación porcentual real del PBI, anual.....	3
<i>Figura 3.</i> Curva de desempleo en el Perú.....	4
<i>Figura 4.</i> Porcentaje de informalidad laboral en el Perú.....	4
<i>Figura 5.</i> Crecimiento del salario promedio real en Lima en porcentaje.....	4
<i>Figura 6.</i> Inflación del Perú de los últimos años y estimación del BCRP para 2017 y 2018....	5
<i>Figura 7.</i> Inflación de Lima vs. inflación de alimentos y bebidas; inflación de artículos y mantenimiento del hogar, e inflación ropa y calzado.	6
<i>Figura 8.</i> Índice Global del Desarrollo Retail 2016.....	7
<i>Figura 9.</i> Penetración de los supermercados como porcentaje de las ventas 2015.....	8
<i>Figura 10.</i> Evolución de número de tiendas de supermercados en Lima y provincia.....	9
<i>Figura 11.</i> Número total de tiendas de los principales operadores (Lima y provincia)	9
<i>Figura 12.</i> Crecimiento del índice de actividad económica vs precios del petróleo.	10
<i>Figura 13.</i> La aceleración del crecimiento del PBI debería ser moderada este año.....	11
<i>Figura 14.</i> Evolución de la inflación de Colombia.....	12
<i>Figura 15.</i> Indicador SSS.	12
<i>Figura 16.</i> Tasa de desempleo de Colombia	13
<i>Figura 17.</i> Crecimiento del PBI LATAM.	15
<i>Figura 18.</i> Metros cuadrados ocupados por supermercados en Perú a diciembre de 2016.....	17

<i>Figura 19.</i> Crecimiento porcentual del área de ventas por metro cuadrado	17
<i>Figura 20.</i> Distribución de los canales <i>retail</i> en Colombia	21
<i>Figura 21.</i> Fases de desarrollo del sector <i>retail</i> Colombiano 2014 (GRDI).	21
<i>Figura 22.</i> Evolución de la rentabilidad operativa del sector <i>retail</i> (2015-2016).	25
<i>Figura 23.</i> ROE de operadores de supermercados de Latinoamérica	25
<i>Figura 24.</i> Evolución de la Liquidez General en el subsector supermercados.....	28
<i>Figura 25.</i> Estructura Corporativa Inretail Perú Corp - SPSA	30
<i>Figura 26.</i> Evolución número de tiendas de Supermercados Peruanos.....	32
<i>Figura 27.</i> Número de tiendas de Supermercados Peruanos a diciembre de 2016 según ubicación geográfica.....	33
<i>Figura 28.</i> Evolución metros cuadrados Grupo Éxito Consolidado (2011-2016).....	35
<i>Figura 29.</i> Estructura accionaria del Grupo Éxito (2016)	37
<i>Figura 30.</i> Precio de la acción de Éxito S.A. (29 abril 2017).....	37
<i>Figura 31.</i> Evolución número de tiendas Colombia (2011-2016).....	39
<i>Figura 32.</i> Pilares culturales de Supermercados Peruanos	42
<i>Figura 33.</i> Principales accionistas de Grupo Éxito.	43
<i>Figura 34.</i> Participación de marcas propias en Europa y Latinoamérica - 2015.....	46
<i>Figura 35.</i> Participación de marcas propias en Europa y Latinoamérica – 2015	46
<i>Figura 36.</i> Formatos de retail del Grupo Éxito en Colombia	48
<i>Figura 37.</i> Marcas Propias del Grupo Éxito en Colombia.	48
<i>Figura 38.</i> Histograma de frecuencias de los posibles valores de la empresa.....	88

<i>Figura 39.</i> Ventas y crecimiento de ventas anuales de Grupo Éxito.....	102
<i>Figura 40.</i> Ventas y crecimiento de ventas anuales de Supermercados Peruanos	102
<i>Figura 41.</i> Evolución de Margen Bruto Proyectado de Grupo Éxito	103
<i>Figura 42.</i> Evolución de Margen Bruto Proyectado de Supermercados Peruanos.....	103
<i>Figura 43.</i> Evolución del Margen EBITDA proyectado Grupo Éxito	104
<i>Figura 44.</i> Evolución del Margen EBITDA proyectado Supermercados Peruanos	104
<i>Figura 45.</i> Evolución del Ratio Deuda Financiera / EBITDA proyectado para Grupo Éxito	105
<i>Figura 46.</i> Evolución del ratio Deuda Financiera / EBITDA proyectado para Supermercados Peruanos.....	106



Capítulo I: Análisis del Sector y Análisis de Estados Financieros

1.1. Principales Características del Sector en los Países Analizados y en Latinoamérica

Durante los últimos 20 años, en el mundo entero, se ha generado un cambio radical en el sector *retail*, tanto en los productos y servicios ofrecidos como en los demandados. Actualmente los clientes son más exigentes que en el pasado, requieren autenticidad, novedad, conveniencia y creatividad. Incluso, la demanda por experiencias es más elevada que la demanda por bienes (Deloitte, 2017). Auerbach (2015) definió al sector *retail* como el sector dedicado a la venta de productos terminados a consumidores: alimentos, medicinas, automóviles, muebles, electrodomésticos, entre otros. Señaló que este sector es uno de los componentes más significativos en la economía de los países más desarrollados y con menor participación en los países subdesarrollados. Asimismo indicó que esta industria tiene presencia mundial y contribuye a la empleabilidad en elevadas cifras.

Belapatiño, Broncano, Crispin y Perea (2016) definieron el sector *retail* como el sector que comprende la comercialización de productos al por menor y cuenta con dos canales de distribución: (a) el tradicional, que agrupa a los mercados, bodegas, farmacias pequeñas, ferreterías, entre otros; y (b) el moderno, que agrupa a supermercados, tiendas por departamento, cadenas de farmacias, tiendas por conveniencia, tiendas de mejoramiento del hogar, entre otros. Los autores señalaron la importancia de este sector por ser fuente de inversión, de generación de empleo (en especial del canal moderno) y de ingresos fiscales.

Actualmente, el entorno económico mundial para el sector *retail* sigue situándose en un escenario complejo debido a lo siguiente: i) el crecimiento económico es aún lento en las principales economías desarrolladas, ii) existen altos niveles de endeudamiento en los países emergentes, iii) existe deflación en países ricos, iv) persiste una reacción adversa a la globalización, y v) se mantiene dificultad para acceder a créditos. A pesar de ello, la

población necesita realizar compras, y por lo tanto la industria aún se mantiene vigente (Deloitte, 2017).

Perú. Respecto del entorno económico peruano, Giordano, Larraín & Petronilho (2017) señalaron que, tras un intenso período de crecimiento, la actividad macroeconómica en el Perú viene disminuyendo desde el año 2014 debido principalmente a la caída en el precio de los *commodities*, particularmente del cobre, y en consecuencia, la economía peruana ha estado desacelerándose, como se observa en la Figura 1. Los autores también señalaron que durante el año 2016, se presentaron mejoras en el precio del cobre, en la producción y en las exportaciones, lo cual impulsó a un consumo interno relativamente fuerte, y el Producto Bruto Interno (PBI) real creció en 3.9% anual, frente al 3.3% de 2015, según lo señalado por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), conforme a lo indicado en la Figura 2. Asimismo, precisaron que si bien se presentaron mejoras en la economía durante el año 2016, el ritmo de crecimiento aún se encuentra por debajo de los últimos años.

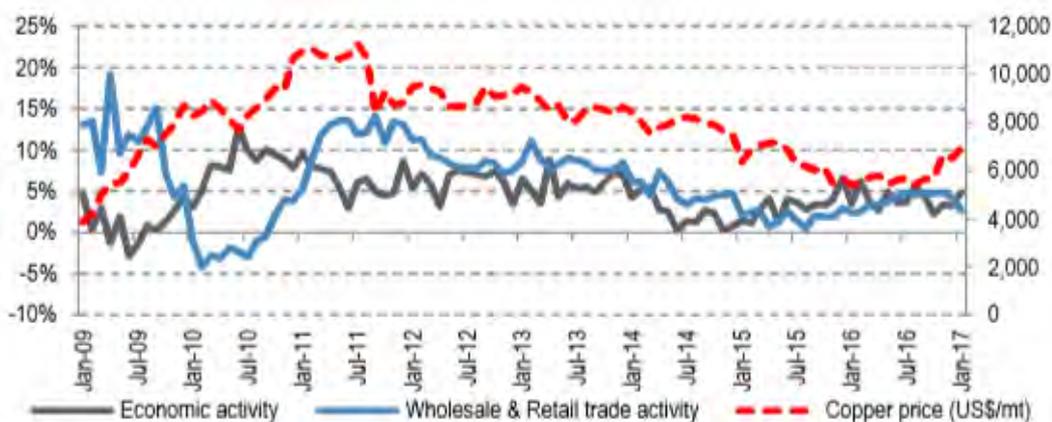


Figura 1. Crecimiento anual de la actividad económica peruana versus precio del cobre en US\$.

Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

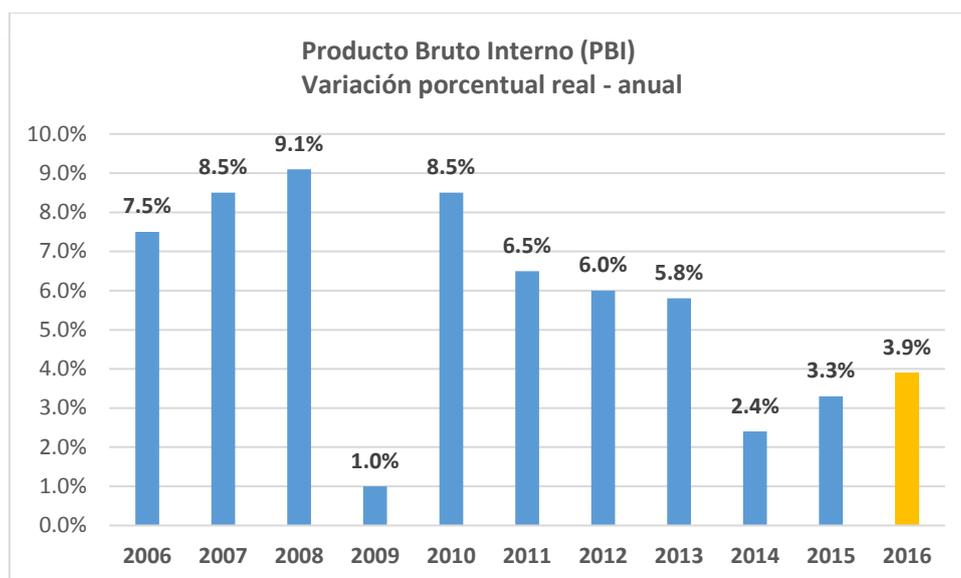


Figura 2. Variación porcentual real del PBI, anual.

Adaptado de Producto bruto interno desde 1951 (variaciones porcentuales reales), por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2017a. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>

Respecto al consumo y empleo en el Perú, Giordano et al. (2017) señalaron que, la informalidad y el empleo siguen siendo las principales preocupaciones del consumidor peruano. Los autores indicaron que las personas desempleadas no pueden acceder a los mismos beneficios o condiciones de crédito que los trabajadores formales, y en consecuencia deben recurrir al mercado informal. Por lo tanto, cuando el desempleo empiece a disminuir, los volúmenes de ventas en el sector *retail* deberían mejorar. En la Figura 3 se presenta la curva de desempleo en el Perú en los últimos seis años y en la Figura 4 se presenta el porcentaje de informalidad en la fuerza laboral. Asimismo, los autores señalaron que los salarios reales de trabajadores formales en Lima han bajado debido a la informalidad laboral y al aumento de la inflación, como se observa en la Figura 5.

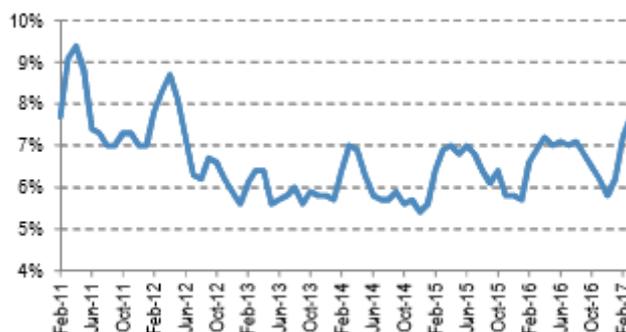


Figura 3. Curva de desempleo en el Perú

Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM

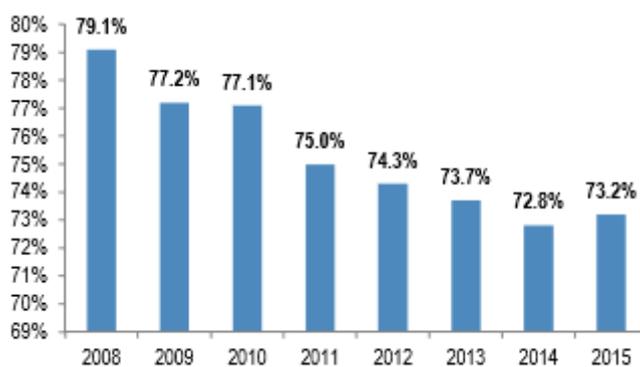


Figura 4. Porcentaje de informalidad laboral en el Perú

Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

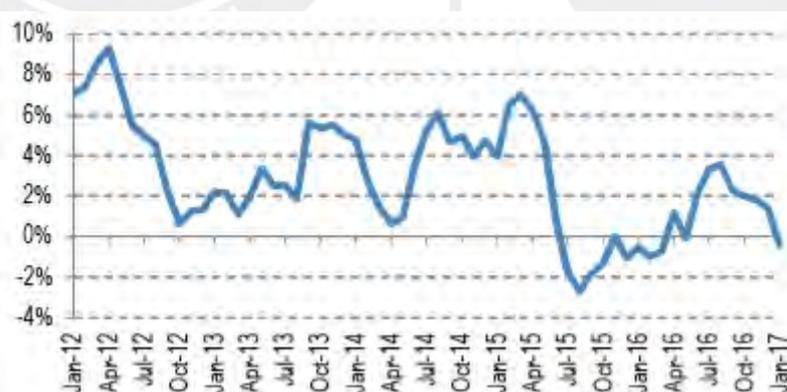


Figura 5. Crecimiento del salario promedio real en Lima en porcentaje.

Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

Giordano et al. (2017) señalaron que, aunque el BCRP haya proyectado que la inflación bajará en el año 2017, existe un riesgo al alza en la estimación oficial, debido a la subida de precios de los alimentos en el corto plazo a consecuencia de las alteraciones climatológicas que afectaron al país en el primer trimestre del año 2017, en consecuencia, los autores señalaron que la inflación 2017 podría ubicarse en 3.6%. Por lo tanto, una subida en la inflación, seguirá afectando los salarios y el consumo. Al respecto, en la Figura 6 se presenta la inflación del Perú en los últimos años y la estimación de inflación para los años 2017 y 2018 informados por el BCRP. Respecto a la meta de inflación estimada por el BCRP para el año 2018, está se situaría en 2% conforme a lo señalado en el Reporte de Inflación de marzo de 2017 (BCRP, 2017b). Adicionalmente la Figura 7 presenta la inflación de Lima, inflación de alimentos y bebidas, inflación de ropa y calzado e inflación de artículos y mantenimiento para el hogar. La inflación de los alimentos por encima de la inflación general en los últimos años, combinada con un entorno macro de debilitamiento y ninguna mejora material de la mano de obra han afectado las ventas de canales modernos.

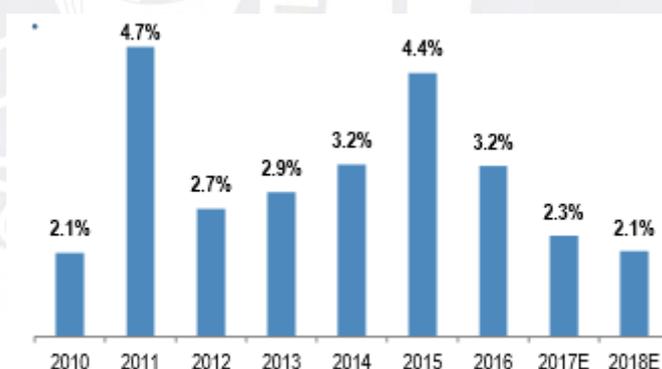


Figura 6. Inflación del Perú de los últimos años y estimación del BCRP para 2017 y 2018. Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

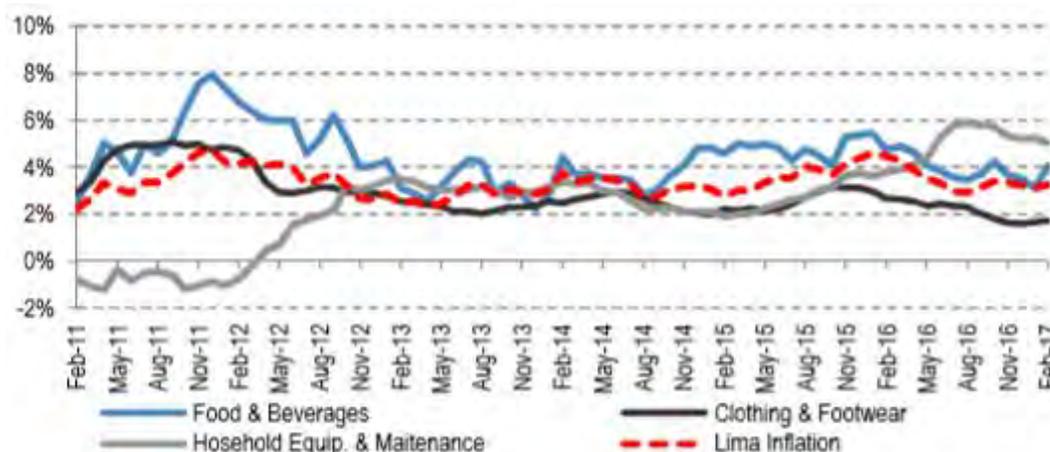


Figura 7. Inflación de Lima vs. inflación de alimentos y bebidas; inflación de artículos y mantenimiento del hogar, e inflación ropa y calzado.

Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

En referencia a las expectativas para invertir en el sector *retail* en el Perú, durante el año 2016, el Índice Global de Desarrollo de Retail (GRDI, por sus siglas en inglés; A.T. Kearney, 2016), ubica al Perú en el primer lugar dentro de los países de Latinoamérica que son más atractivos para la inversión del sector *retail*, y en la novena posición a nivel mundial. Como se observa en la Figura 8, Perú tiene potencial para seguir creciendo, encontrándose al sector *retail* en la fase de auge y expansión, en la cual los consumidores buscan formatos organizados y marcas globales. Este índice analizó a 30 países emergentes y los clasificó de acuerdo a su tamaño de mercado, riesgo país, saturación del sector y presión a la oportunidad de invertir. Los países que ocuparon los primeros puestos fueron China, India y Malasia; y respecto a Latinoamérica, los países de Colombia, República Dominicana, Brasil y Paraguay, se encuentran en las ubicaciones 15, 17, 20 y 25, respectivamente. El detalle del ranking con las posiciones de los 30 países analizados se presenta en el Apéndice A.

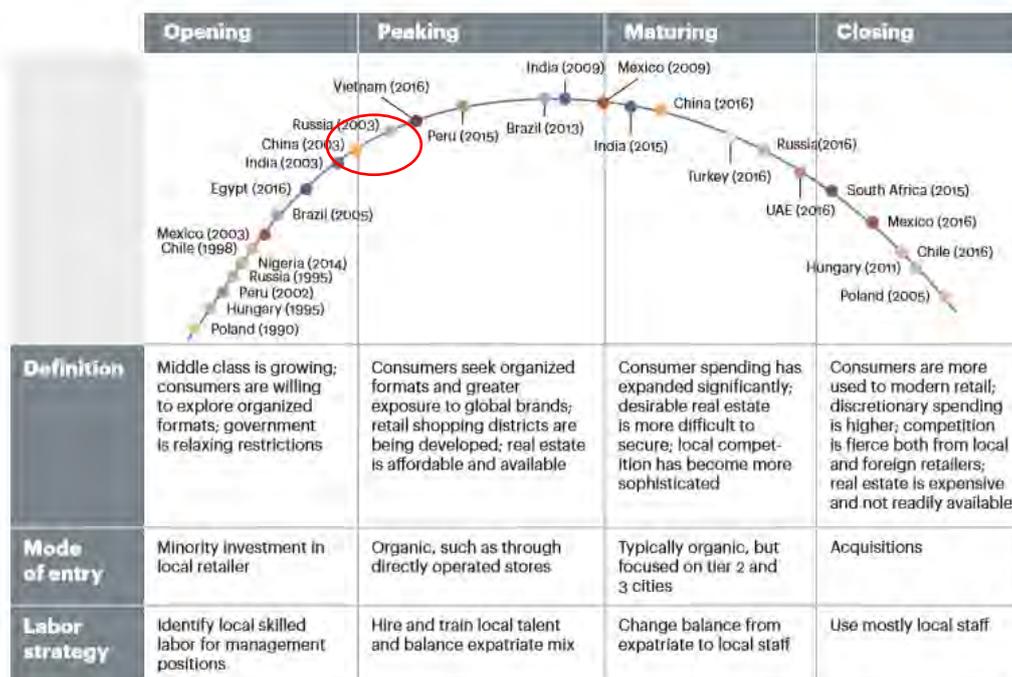


Figura 8. Índice Global del Desarrollo Retail 2016.

Tomado de *The 2016 Global Retail Development Index: Global Retail Expansion at a Crossroads* (p. 4), por A.T. Kearney, 2016. Recuperado de <https://www.atkearney.com/documents/10192/8226719/Global+Retail+Expansion+at+a+Crossroads%E2%80%932016+GRDI.pdf/dc845ffc-fe28-4623-bdd4-b36f3a443787>

Arispe y Contreras (2014) señalaron que la industria de supermercados es una de las que tiene mayor potencial de crecimiento en el mercado peruano. Asimismo, indicaron que su baja penetración en el mercado, ha permitido el desarrollo de proyectos de expansión en Lima y en provincias con la finalidad de disminuir la participación a los canales tradicionales como bodegas o mercados locales. Al respecto, Giordano et al. (2017), señalaron que si bien el subsector supermercados tiene altas posibilidades para seguir creciendo, dicho mercado es altamente informal. Siendo la participación de supermercados en la economía peruana, una de las más bajas entre las economías latinoamericanas, representando sólo un 26%, como se observa en la Figura 9.

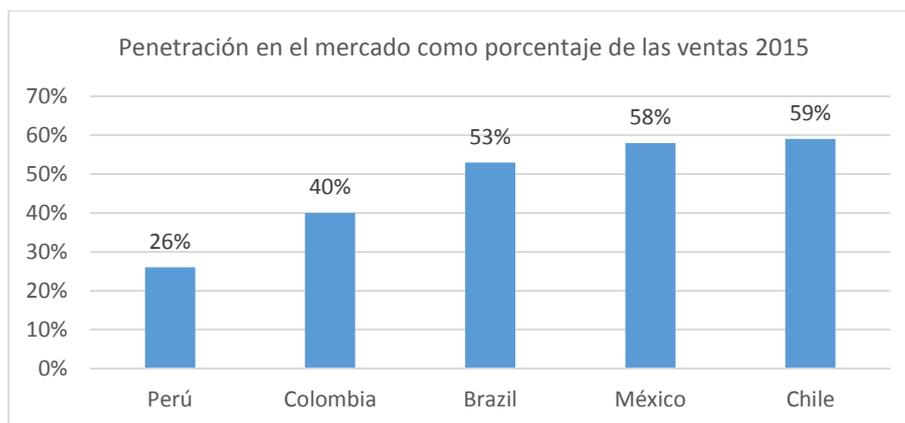


Figura 9. Penetración de los supermercados como porcentaje de las ventas 2015. Tomado de Informe *InRetail: Corporate Presentation March 2017* (p. 8), por *InRetail*, 2017. http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/1/jer/presentations/4Q'16%20Corporate%20Presentati on_InRetail%20vf2.pdf

Garro (2016) señaló que en los últimos años, los principales supermercados que operan en el Perú han ejecutado importantes planes de expansión tanto en Lima como al interior del país, principalmente en zonas que se encontraban desatendidas por este tipo de negocio pero que son de alto potencial comercial. Señaló también, que esta expansión se ve reflejada en el incremento de número de tiendas y con ello, el incremento de metros cuadrados, como se puede observar en las Figuras 10 y 11. Adicionalmente, indicó que los principales operadores del subsector supermercados en el Perú son los siguientes, i) Cencosud Perú, perteneciente al grupo chileno Cencosud, con las marcas Wong y Metro; ii) Supermercados Peruanos, del grupo InterCorp, con las marcas Plaza Veá, Vivanda y Mass; y iii) Falabella, del grupo chileno Falabella, con las marcas Tottus e Hiperbodega Precio Uno. La participación en el subsector de supermercados en el Perú de Cencosud, Supermercados Peruanos y Falabella es de 36%, 36% y 28%, respectivamente en el año 2015, según señalaron Giordano et al. (2017).

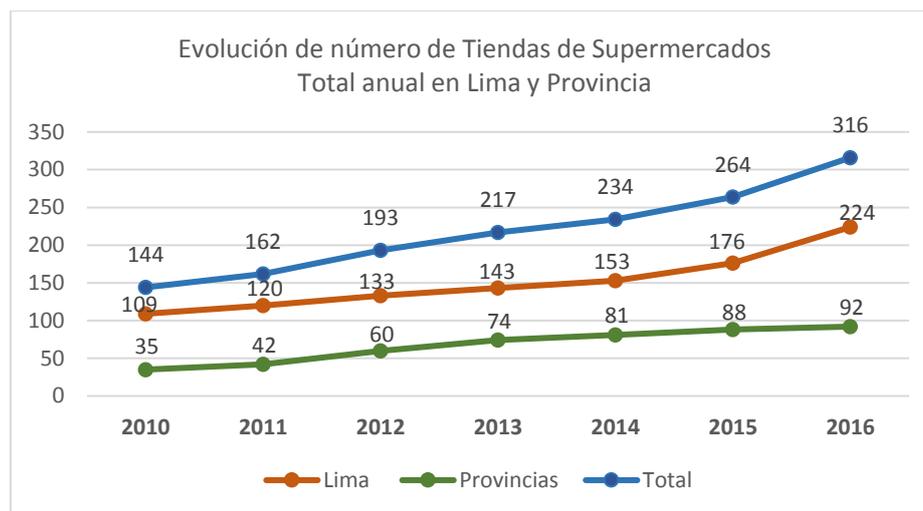


Figura 10. Evolución de número de tiendas de supermercados en Lima y provincia
Adaptado de ¿Cómo se está desarrollando el sector supermercados en el Perú? De Perú Retail, 2017a. Recuperado de <http://www.peru-retail.com/como-esta-desarrollando-sector-supermercados-peru/>

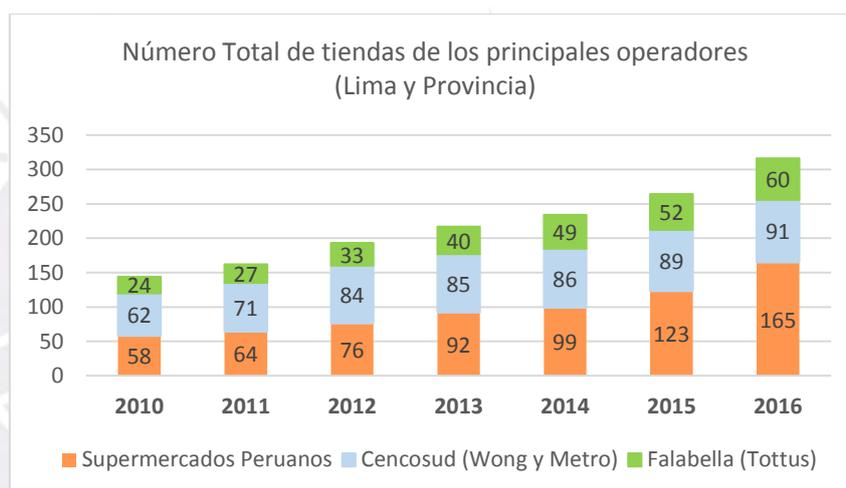


Figura 11. Número total de tiendas de los principales operadores (Lima y provincia)
Adaptado de ¿Cómo se está desarrollando el sector supermercados en el Perú? De Perú Retail, Recuperado de http://www.peru-retail.com/como-esta-desarrollando-sector-supermercados-peru

Colombia. El crecimiento en la economía de Colombia durante el primer trimestre del año 2017 ha sido lento debido a desconfianza de los consumidores y a la moderada inversión pública y privada, sin embargo, se espera que mejore a partir del segundo semestre (García, Hernández, Llanes, Reyes y Tellez, 2017). Según Giordano et al. (2017) el crecimiento lento se debe a factores como la caída del petróleo desde el año 2014. El petróleo desempeña un papel importante en las exportaciones, las cifras del año 2014 evidenciaron

que el petróleo representa cerca del 50% del total de las exportaciones colombianas, lo cual indica que es una gran fortaleza detrás de los movimientos del peso colombiano y determina los gastos fiscales. El declive del precio del petróleo ha significado una menor actividad económica, una restricción del gasto fiscal y ha impulsado la implementación de una subida del Impuesto al Valor Agregado (IVA) para aumentar la recaudación fiscal y mejorar la salud fiscal, como se observa en la Figura 12.

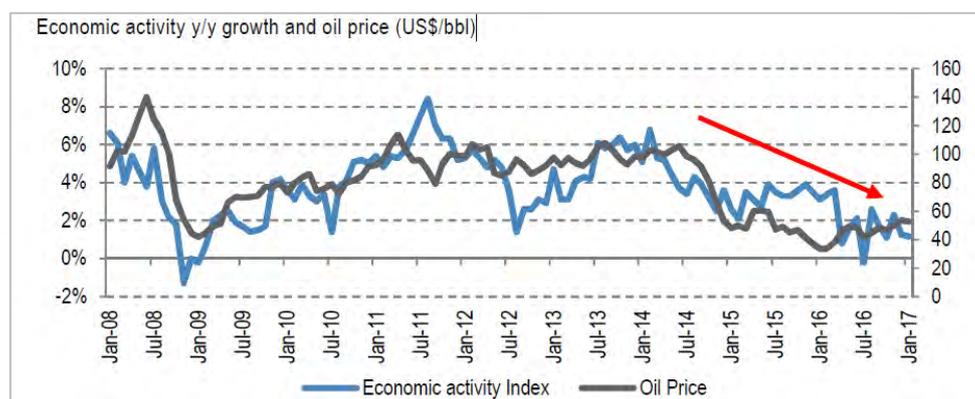


Figura 12. Crecimiento del índice de actividad económica vs precios del petróleo. Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

Giordano et al. (2017) señalaron que el crecimiento del PBI debería mejorar ligeramente en el año 2017, sin embargo la demanda interna no seguiría la misma línea ya que en el año 2016 se mantuvo plana, frente al 3% del 2015, lo que demostraría que el crecimiento del PBI se mantendría aún con un consumo lento y con caída en las inversiones. Sin embargo JP Morgan espera que el PBI aumente ligeramente a 2.2% en 2017 como consecuencia del incremento de inversiones, pero el consumo de los hogares debería desacelerarse a 1.6% en 2017 desde el 2.1% del año 2016, cuya evolución se muestra en la Figura 13. García, Hernández, Llanes, Pérez y Téllez (2017) también mencionó que al cierre del 2016 se anticipaba una recuperación lenta de la inversión privada, y aunque se esperaba que para el 2017 y 2018 la inversión se incremente, según sus estudios, las cifras se mantendrían pero permitirían un importante crecimiento en el PBI total.

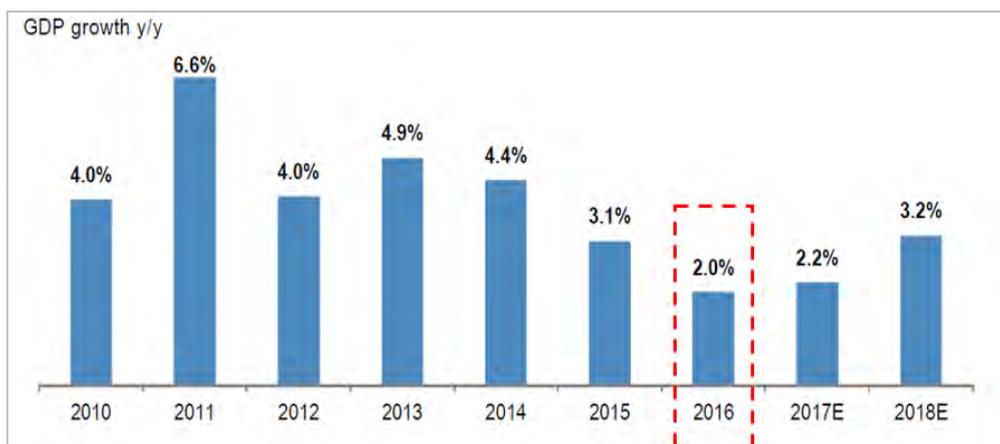


Figura 13. La aceleración del crecimiento del PBI debería ser moderada este año. Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

La inflación de Colombia en el año 2016 fue disminuyendo y con ello la inflación de los alimentos se situó en la misma dirección; ubicándose aún por encima de la meta del Banco de la República de Colombia y sigue presionando el ingreso disponible, sobre todo después de la subida del IVA. Además, se espera que los precios de los alimentos continúen disminuyendo, lo que debería reducir la inflación general a un rango del $3\% \pm 1\%$ y terminar en un 3.9% para fines de 2017, como se muestra en la Figura 14 (Giordano et al., 2017). García et al. (2017) confirmaron que los hogares y las empresas iniciaron el año 2017 con bajos niveles de confianza de acuerdo a las encuestas de desarrollo. Para el caso del consumidor, su pesimismo en el arranque del año se ubicó en mínimos históricos, esto debido a que lo asociaron, probablemente, con el incremento en el IVA de 16% a 19% con fuertes incrementos en los precios de los bienes y decidieron ser muy cautos con sus decisiones. Sin embargo, este comportamiento del gasto de los hogares, aunque se encuentra un poco débil, no fue considerablemente más profundo con respecto a lo estimado en sus previsiones económicas (García et al., 2017).

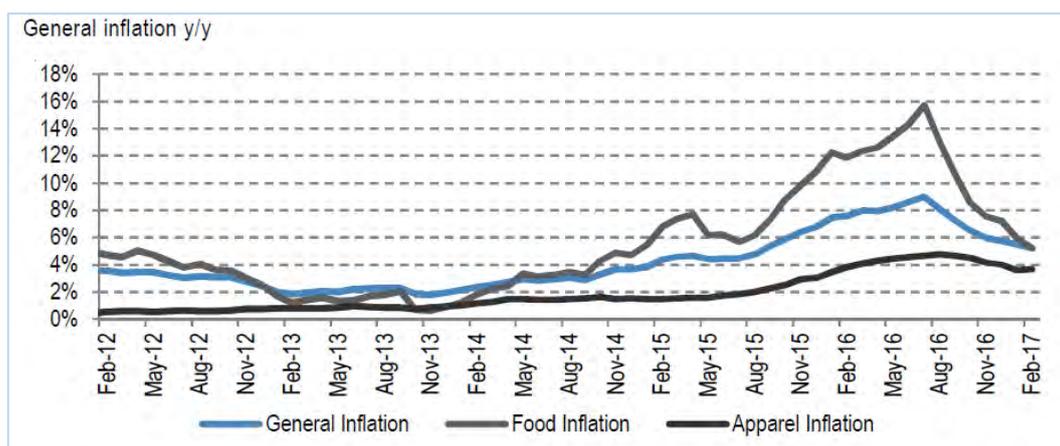


Figura 14. Evolución de la inflación de Colombia.

Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

Otra métrica importante de la eficiencia en el sector *retail* es el indicador Same Store Sales (SSS, ventas en mismas tiendas, por sus siglas en inglés) el cual permite evaluar el crecimiento en ventas de las mismas tiendas con respecto al año anterior (Oxford, 2017). Al respecto, en Colombia el crecimiento del indicador SSS fue inferior a la inflación de alimentos. Es importante señalar que la inflación de los alimentos en el segundo semestre de 2015 y primer semestre de 2016 fue afectado por la devaluación del peso colombiano (COP), como se observa en la Figura 15, y por el Fenómeno del Niño. Sin embargo, debido a la baja confianza del consumidor generada por el incremento del IVA y por la inflación, el crecimiento del indicador SSS para el mediano plazo seguirá siendo bajo.

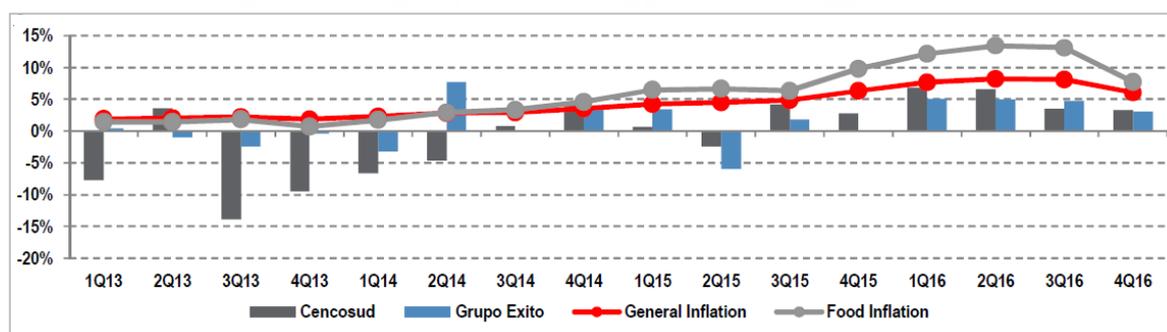


Figura 15. Indicador SSS.

Nota. El indicador SSS de Grupo Éxito considera todos los formatos minoristas que operan en Colombia.

Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

Otro factor asociado al desarrollo de la actividad económica es el desempleo, en los últimos años en Colombia el desempleo se ha mantenido en un promedio de 10%, conforme a lo indicado en la Figura 16, y no es considerado un factor relevante en las ventas del sector retail (Giordano et al., 2017).

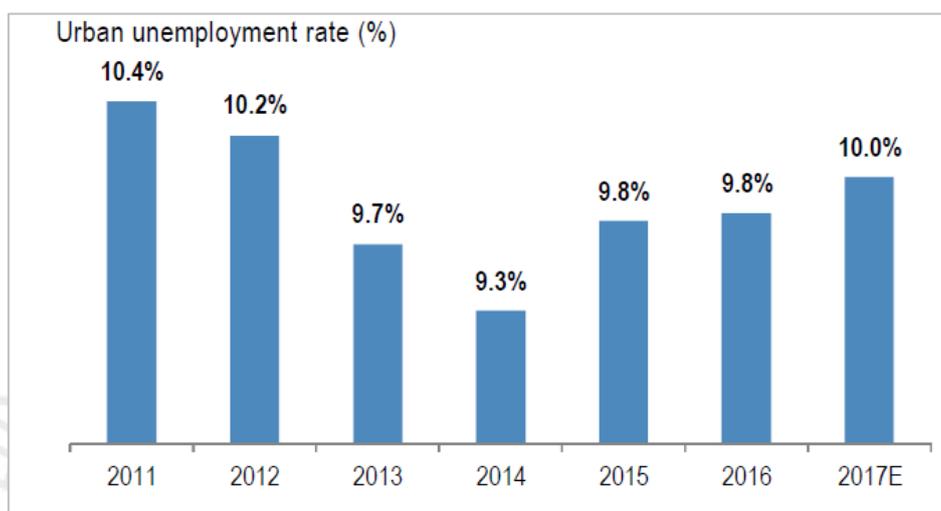


Figura 16. Tasa de desempleo de Colombia

Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

Euromonitor (2016) señaló que los supermercados en Colombia han sido afectados negativamente por una economía debilitada por la caída del precio del petróleo, así como por la depreciación de la moneda local, y en consecuencia los consumidores colombianos están buscando promociones y ofertas en la adquisición de productos. Sin embargo, el crecimiento *retail* permanece positivo siendo los supermercados el de mejor performance. El líder hasta el 2015 continúa siendo Grupo Éxito tomando ventaja de su estrategia multicanal. Olímpica se encuentra en segunda posición y continúa su expansión a través del país, principalmente con supermercados. Dentro de las principales estrategias para atraer más amplitud de clientes se encuentran las actividades promocionales y el incremento en la participación multicanal.

Debido a que las presiones inflacionarias están influenciando en el Banco de la República de Colombia a elevar la tasa de interés para controlar la inflación, se puede concluir que las empresas de *retail* en Colombia se encuentran re-evaluando sus planes de expansión mientras que los competidores extranjeros dilataran su entrada al país basados en la carga impositiva y la incertidumbre económica.

Latinoamérica. Respecto a Latinoamérica, la economía atraviesa por un proceso de desaceleración, BBVA Research (2017a) señaló que a diciembre de 2016 se situó en -1.4% como se observa en la Figura 17. Sin embargo, se espera que la proyección de las cifras para el año 2017 mejoren con 1.1% y el 2018 con 1.8% de crecimiento, aunque todavía estaría por debajo del potencial, sin embargo, se encontraría cercano al 3% que permitiría revertir la actual desaceleración. Según Álvarez (2017) indicó que América Latina está saliendo de su desaceleración con amplias posibilidades para iniciar su despegue y dependerá de la forma como controla sus factores externos y reorienta sus economías internas contando con instituciones modernas y competitivas que borren el tema de la corrupción.

Los mercados financieros en América Latina se encuentran recuperando debido a los siguientes factores: mayor crecimiento mundial, aumento de los precios de materias primas y la apreciación del tipo de cambio en la mayoría de los países. Con respecto a la inflación se estima que continúe disminuyendo para América del Sur y que aumente en México pero en menor proporción. Por otro lado, los indicadores de confianza se mantienen en niveles pesimistas, sin embargo, Brasil y México se encontrarían recuperando, lo contrario a Colombia, el aumento del IVA e impuesto a la renta han dado como resultado la caída del nivel de confianza del consumidor (BBVA Research, 2017a).

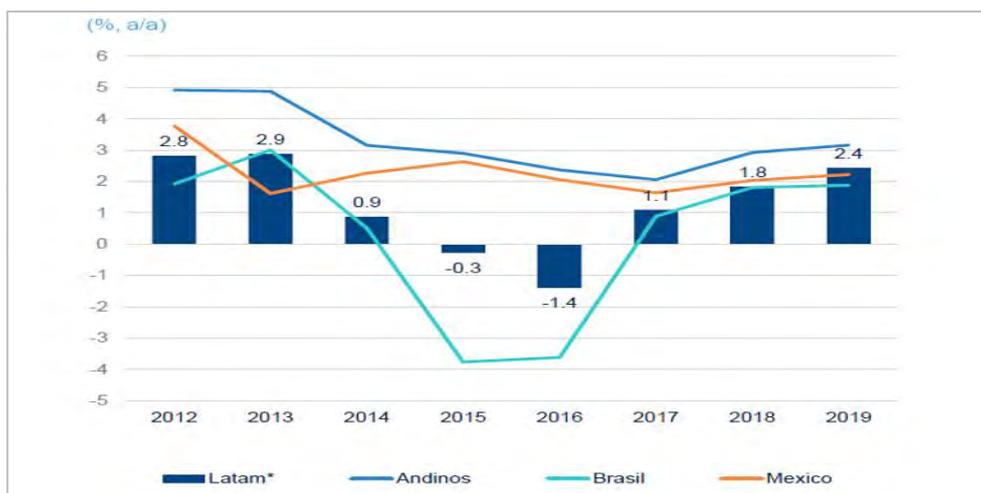


Figura 17. Crecimiento del PBI LATAM.

Tomado de *Situación América Latina 2do Trimestre 2017* (p. 17), por BBVA Research, 2017a. Recuperado de <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-latinoamerica-segundo-trimestre-2017/>

Nielsen (2015) indicó que los *retailers* juegan hoy en día ante panoramas inciertos de las economías latinoamericanas, con una inflación regional del 16.8% y una devaluación de +30%, Latinoamérica enfrenta los siguientes retos:

1. Un consumo desacelerado: con un crecimiento promedio en los últimos 10 años de 4.2%, que en 2015 se ubica en 0.8%.
2. Presión inflacionaria: la desaceleración macroeconómica y la devaluación, están poniendo mayor presión al costo de vida.
3. Una menor inversión: un crecimiento promedio en los últimos 10 años de 5.3% que en 2015 se ubicó en -2.3%.
4. Disminución de las exportaciones: las exportaciones tuvieron un crecimiento promedio en los últimos 10 años del 7.5%, en 2015 se ubicó en -5.8%.

1.2. Principales Tendencias en el Sector

Perú. Si bien, el Índice Global de Desarrollo de Retail 2016 (GRDI) ubicó al Perú en la novena posición mundial y lo ubicó como líder de Latinoamérica en la lista de los 30 países emergentes atractivos para invertir en el sector *retail*, es importante señalar ante los casos de corrupción expuestos en el país durante los primeros meses de este año 2017, así como ante los

desastres generados por el fenómeno del niño, es probable que la inversión privada en el sector *retail* disminuya o se mantenga paralizada por algunos meses, generando con ello disminución en el empleo y en consecuencia disminución en el consumo familiar; repercutiendo finalmente en disminución de ventas del sector. Por lo tanto, será necesario que los operadores de este sector evalúen las estrategias necesarias para enfrentar una posible desaceleración de la economía.

Según lo señalado en el Informe de Giordano et al. (2017) existe una tendencia de disminución de inversiones en el Perú durante el año 2017 debido a los escándalos de corrupción. El informe estima que los escándalos de corrupción impacten en 1% al crecimiento del PBI real este año. Al respecto, el BCRP, actualizó la estimación de crecimiento del PBI para el 2017, pasando de 3.8% al 30 de enero de 2017, a 3%, al 31 de marzo de 2017, con proyecciones conservadoras para el sector privado (BCRP, 2017a).

Debido a que los márgenes en la industria de supermercados en el Perú son bajos y su rentabilidad se mide por la rotación de los productos; los operadores de las cadenas de supermercados tienden a incrementar sus planes de expansión a través de la apertura de nuevas tiendas para incrementar el número de metros cuadrados disponibles que le permita ofrecer mayor cantidad de productos y en consecuencia incrementar sus ventas. Por lo tanto, se puede concluir que el principal driver de este sector es la cantidad de metros cuadrados que tienen disponibles las tiendas para ofrecer sus productos. En la Figura 18 se observa el número de metros cuadrados al cierre de 2016 de los tres principales operadores de supermercados en el Perú. Adicionalmente, en la Figura 19 se observa el crecimiento porcentual anual del área de ventas durante el último año para los tres principales operadores de Supermercados en el Perú.

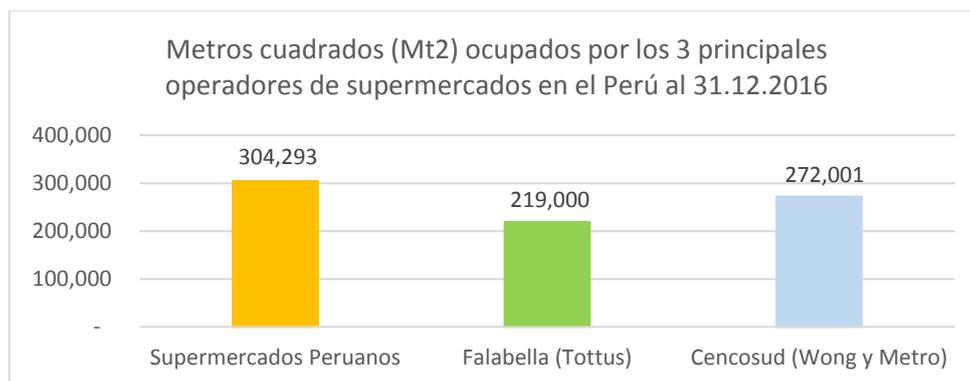


Figura 18. Metros cuadrados ocupados por supermercados en Perú a diciembre de 2016
Adaptado de los Reportes Anuales 2016 de: Supermercados Peruanos. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/DIA%20SPSA%202016.pdf>; Falabella, Recuperado de <http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/reporte-anual.shtml>; Cencosud, 2016. Recuperado de http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2016/AR/Memoria-Anual-2016.pdf

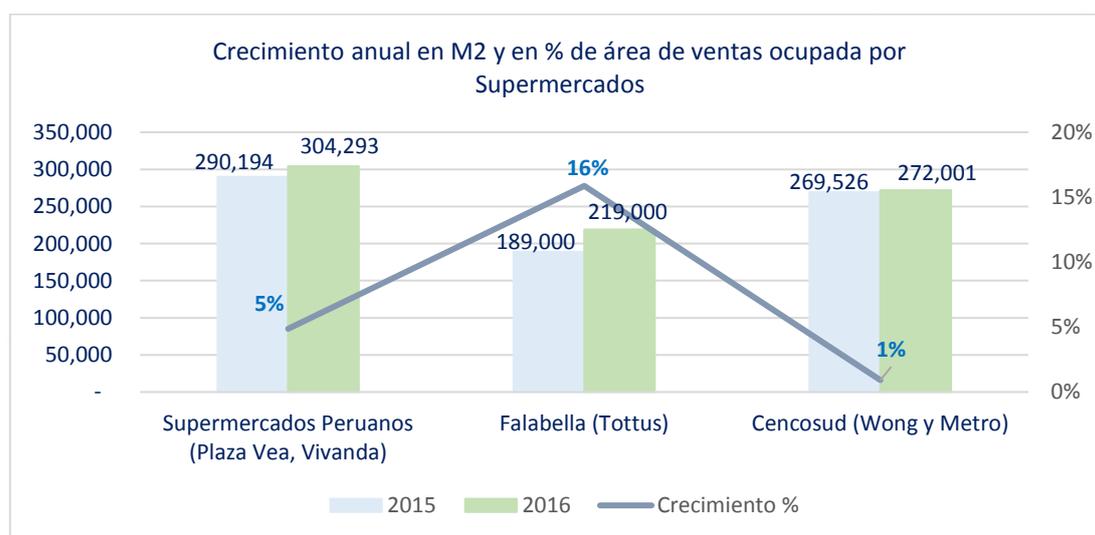


Figura 19. Crecimiento porcentual del área de ventas por metro cuadrado
Adaptado de los Reportes Anuales 2015 y 2016 de: Supermercados Peruanos. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/DIA%20SPSA%202016.pdf>; Falabella. Recuperado de <http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/reporte-anual.shtml>; Cencosud, 2016. Recuperado de http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2016/AR/Memoria-Anual-2016.pdf; Cencosud, 2015. Recuperado de [http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2015/Annual/Memoria-Anual-2015-\(ESP\).pdf](http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2015/Annual/Memoria-Anual-2015-(ESP).pdf)

En consecuencia el mercado peruano sigue siendo una plaza atractiva para incrementar planes de expansión en Lima y Provincias de los actuales operadores, así como

también para el ingreso de nuevos competidores considerando que el nuevo perfil del consumidor es más exigente, conforme a lo señalado por Belapatiño et al. (2016), refiriendo la exigencia en términos de calidad de productos y servicios; consumidor informado, atento a promociones y descuentos; consumidor con proximidad a tiendas por conveniencia; y, consumidor con tendencia hacia el comercio electrónico.

Respecto a las tiendas por conveniencia, Belapatiño et al. (2016), la definen como tiendas de pocos metros cuadrados ubicadas en zonas de alto tránsito y con rentabilidad cercana a las grandes cadenas *retail*, como por ejemplo las tiendas “Tambo+”, “Repshop”, “Listo”, entre otras. En referencia a las tiendas “Tambo+”, Perú Retail señaló que estas tiendas forman parte del grupo de empresas de la familia Lindley (LindCorp) a través de la empresa Great Retail, y abrió su primera tienda en marzo de 2015 en el distrito de Comas por ser un distrito símbolo de la clase media emergente del país y, además, porque sus ofertas y precios durante esa fecha de lanzamiento estaban dirigidos a conquistar ese tipo de consumidores. A dicha fecha, Luis Seminario, Gerente General de Great Retail señaló que la inversión inicial sería de US\$ 4.5 millones durante el 2015 esperando ventas aproximadas anuales de US\$ 5 mil por metro cuadrado, con una expectativa de generar 350 transacciones diarias con un ticket promedio de S/.12 (Tambo+: La Tienda de Conveniencia que mezcla el canal tradicional con lo moderno, 2015).

Según Ruberto (2016), a través de una entrevista realizada a Luis Seminario, Gerente General de Great Retail, al cierre de 2016 Tambo+ invirtió cerca de USD 10'000,000 en sus 100 locales inaugurados hasta esa fecha, con lo cual se estima una inversión promedio por tienda de USD 100,000. Asimismo, indicó que Tambo+ se encuentra a 125 aperturas de su punto de equilibrio que podría alcanzarse en el año 2018, y mantener una meta de tener 600 locales en los próximos cinco años. Seminario señaló que la estrategia de ventas en segmentar las tiendas según zonas residenciales, oficinas, cercanos a universidades y lugares

altamente transitados para ofrecer productos y servicios diferenciados según el perfil del consumidor.

En referencia a las tiendas por conveniencia ubicadas en Latinoamérica, Ruberto (2016) señaló que un buen referente de este tipo de negocio es el país de México, a través de la cadena “Oxxo”, líder en el mercado local con 14,000 tiendas en todo el país; y “7-Eleven” como la segunda cadena más grande con más de 2,000 puntos de venta.

Respecto al comercio electrónico, actualmente los jóvenes de niveles socioeconómicos AB son los más propensos a usar el canal de venta online que están desarrollando los supermercados en el Perú, sin embargo, aún, la demanda por este canal es incipiente. Como referencia de países latinoamericanos, Perú Retail (2017) señaló que en Argentina, del gasto total, el 1% se destina al comercio electrónico en supermercados, y en Perú es de 0.02%, siendo la desconfianza del consumidor peruano, una de las limitaciones para su crecimiento. Hoy en día, los tres principales operadores de Supermercados en el Perú realizan ventas por internet a través de las marcas Vivanda (Supermercados Peruanos), Wong (Cencosud) y Tottus (Falabella), sin embargo, la participación no es significativa. Una de las razones por la que se usa este canal es la diferenciación de precios en productos de marcas propias, en la mayoría de casos si realiza compra de productos de estas marcas, será más barato por internet que en tienda; otra razón es el perfil del ama de casa que realiza las compras, está el ama de casa moderna que opta por la rapidez usando este canal, pero también está la ama de casa tradicional que prefiere la experiencia en la tienda (Supermercados apuestan por el ecommerce en el Perú,2017).

Colombia. El mercado *retail* colombiano se beneficia de una de las poblaciones más grandes de América Latina y ha gozado de un sólido crecimiento económico en los últimos años. Los altos retornos potenciales atraen a inversionistas regionales e internacionales, que ayudan a modernizar la industria. Sin embargo, gran parte de esta inversión, sigue

concentrado en la capital, Bogotá. Con respecto al panorama competitivo en Colombia, ha ido cambiando gradualmente a lo largo de la última década, con un número cada vez mayor de centros comerciales modernos ingresando en el mercado. La construcción de nuevos centros comerciales ayuda en atraer el interés de las grandes cadenas regionales latinoamericanas e internacionales que están interesadas en atender a la población de clase media cada vez más rica, particularmente en las ciudades del país (BBVA Research, 2017).

Grupo Éxito, la compañía líder del *retail* en Sudamérica, cuenta con 1,576 tiendas distribuidas en Brasil, Colombia, Uruguay y Argentina. En Colombia se encuentra posicionada como la cadena más grande del país, con 566 tiendas, posicionada como la compañía que ofrece productos de mejor calidad y como una de las cinco empresas con más alto nivel de recordación entre los empresarios de Colombia, según los resultados de la encuesta Élite Empresarial, del periódico Portafolio (Grupo Éxito, 2016). Según Giordano et al. (2017) Colombia se encuentra en un importante espacio para la consolidación y formalización en el país, el jugador colombiano Grupo Éxito es el principal líder del segmento, aprovechando una estrategia multicanal que incluye hipermercados, supermercados, tiendas de conveniencia, tiendas de descuento, venta al por menor en Internet y venta directa. Sin embargo, existe otro competidor que se encontraría consolidando en el mercado colombiano y se trataría del *retail* chileno Cencosud que entró al mercado colombiano en el año 2012, tras la adquisición de Carrefour, y se encuentra operando con el segmento de supermercados con su marca Jumbo y Metro, como se muestra en la Figura 20.

Los *retail* con mayor participación en el mercado colombiano y que tienen presencia a nivel nacional son el Grupo Empresarial Éxito, Cencosud y Olímpica. Al respecto, A.T. Kearney (2015) señaló que a diciembre de 2014 Colombia se ubicó en la fase de “expansión máxima”, es decir con amplio potencial para continuar creciendo, conforme a lo señalado en la Figura 21 (a diciembre de 2016 se ubicó en el puesto 15 en el GRDI).

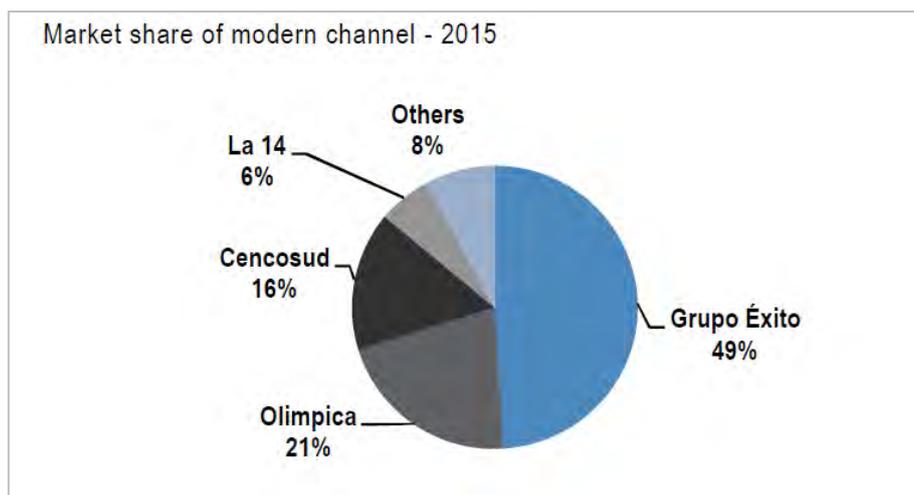


Figura 20. Distribución de los canales *retail* en Colombia
Tomado del Informe “*Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*” de Giordano et al., 2017. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.

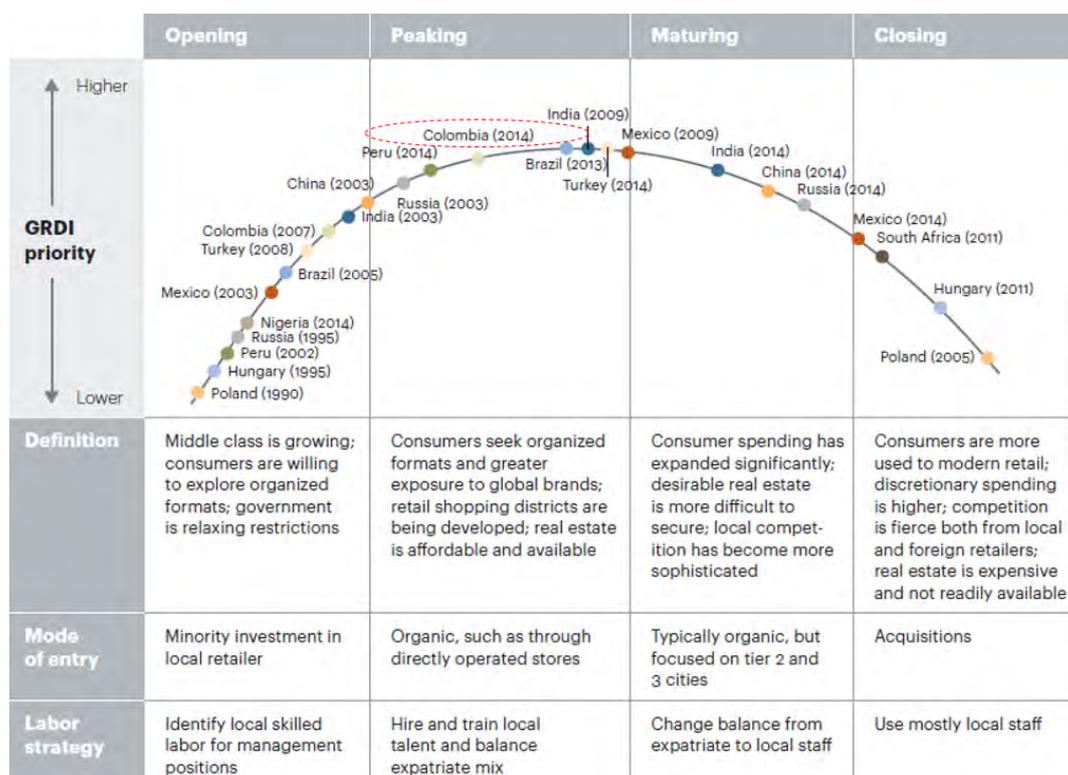


Figura 21. Fases de desarrollo del sector *retail* Colombiano 2014 (GRDI).
Tomado de “Full Steam Ahead for Global Retailers”, por A.T. Kearney analysis, 2014.
Recuperado de <https://www.atkearney.com/consumer-products-retail/global-retail-development-index/2014>

Actualmente en América Latina, hay una tendencia hacia el comercio electrónico, en Colombia, la participación de consumidores de supermercados a través de medios electrónicos es aún baja. Según los estudios realizados por Kantar Worldpanel (2016) para la

mayoría de América Latina, el comercio electrónico está muy por detrás de los métodos tradicionales de compras, con excepción de Argentina, donde el uso *e-commerce* es excesivo en comparación con el resto de la región.

Nielsen (2015) mencionó la importancia de reflejar la tendencia del *retail* y también señaló que la fragmentación de formatos es común. Sin embargo, las estructuras cambian, pero todos influenciados por la conveniencia y la comodidad. Además de la conveniencia, que es una tendencia relativamente común en todos los países de Latinoamérica, y la fragmentación comienza a verse mucho más evidente. La venta directa se consolida hoy como uno de los canales que mayor desarrollo está teniendo en el mercado colombiano, creciendo un 26%, convirtiéndose en el segundo canal más importante en desarrollo. De la misma manera, le quita participación a otros canales, especialmente a las tiendas e hipermercados, pero a la vez incrementa su consumo de forma particular en un 42%. Y debido al crecimiento de este fenómeno los fabricantes y *retail* están creando modelos de venta directa o participando en los ya existentes como una estrategia para llegar a sus clientes.

1.3. Análisis de Estados Financieros y Comparables Sectoriales

Se realizó una selección de empresas comparables en la industria *retail* de Latinoamérica, considerando como criterios su capitalización bursátil, el tipo de negocio y sus riesgos asociados a las operaciones de las empresas analizadas. Las empresas seleccionadas como comparables con Supermercados Peruanos (Perú) y Almacenes Éxito de Colombia fueron: Cencosud S.A. (Chile), Organización Soriana SAB de CV (México) y SMU S.A. (Chile).

Cencosud S.A., de origen chileno, es un conglomerado *retail* con gran posicionamiento en Latinoamérica, con operaciones en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia. Opera a través de diversas líneas de negocios, tales como Supermercados,

Mejoramiento del Hogar, Tiendas por Departamento, Centros Comerciales y Servicios Financieros, resultando ser el conglomerado más diversificado en Sudamérica. A diciembre de 2016 sus cifras en número de tiendas y superficie de ventas en metros cuadrados, respecto al negocio de supermercados fue de 245 tiendas con 578,362 m² en Chile; 283 tiendas con 524,821 m² en Argentina; 211 tiendas con 594,855 m² en Brasil; 91 tiendas con 272,001 m² en Perú; y 103 tiendas con 431,232 m² en Colombia, (Cencosud, 2016). La capitalización bursátil de Cencosud al 31 de diciembre de 2016 ascendió a US\$8,029 millones.

Organización Soriana S.A.B. de C.V. es una de las empresas líderes del sector *retail* en México, tiene una capitalización bursátil de US\$3,922 millones al 31 de diciembre de 2016. Actualmente opera bajo una estrategia multi-formato, su número de tiendas al 31 de diciembre de 2016 fue de 827 bajo los formatos de autoservicio y clubes de membresías más las tiendas de conveniencia conocidas como “Súper City”. Adicionalmente, tiene participación dentro de los 32 estados de la República Mexicana con una superficie total de venta superior a 4.3 millones de metros cuadrados distribuidos a través de sus diversos formatos de tienda. En adición a ello, mantiene una red logística compuesta por 14 centros de distribución ubicados estratégicamente en ocho estados de México.

SMU S.A. mantiene liderazgo de *retail* de supermercados en Chile respecto al número de tiendas, y es el tercero respecto a los ingresos en el año 2016. A diciembre de 2016 obtuvo una participación de mercado en el sector *retail* de supermercados de Chile de 21.5%. La empresa opera a través de cuatro formatos: (i) supermercados (Unimarc), (ii) mayoristas (Mayorista 10 y Alvi), (iii) tiendas de conveniencia (OK Market) y (iv) ventas por internet (Telemercados). Al 31 de diciembre de 2016, la empresa operó con 511 tiendas de *retail* supermercadista en las 15 regiones de Chile, en una superficie de ventas total de 591,469 metros cuadrados, incluyendo 295 supermercados, 100 tiendas mayoristas y 116 tiendas de conveniencia. Adicionalmente, tiene operaciones en Perú, a través de dos marcas

de tiendas mayoristas, Mayorsa y Maxiahorro, con 24 tiendas y 20,398 metros cuadrados de superficie de ventas al 31 de diciembre de 2016 (SMU, 2016). Contó con una capitalización bursátil de US\$ 818.7 millones al 5 de febrero de 2017.

A continuación, se presentan los indicadores analizados entre las empresas comparables, los mismos que han sido agrupados según los criterios de: Rentabilidad, Endeudamiento, Liquidez y Gestión.

Rentabilidad. Respecto a los indicadores de rentabilidad, en la Tabla 1 se presentan los indicadores de las empresas comparadas y se observa que la empresa más rentable en términos de Margen Bruto a diciembre de 2016 fue Grupo Cencosud con un 28.8%, lo cual refleja una mejor gestión de precios y control de costos; Supermercados Peruanos obtuvo un 26.65% y Almacenes Éxito de Colombia, un 24.04%.

Tabla 1

Ratios de Rentabilidad de Empresas Comparables del Subsector Supermercados 2016(en porcentaje)

Ratios	Grupo Cencosud	SPSA	Almacenes Éxito-Colombia	SMU	La Soriana
Margen Bruto (Utilidad Bruta/Ventas)	28.81%	26.65%	24.04%	26.49%	22.18%
Margen Operativo (Utilidad Operativa/Ventas)	7.88%	3.74%	4.18%	3.30%	5.60%
Margen Neto (Utilidad Neta/Ventas)	3.75%	1.67%	0.39%	0.50%	2.80%
Rendimiento sobre Activos (ROA) (Utilidad Neta/Activos)	3.77	2.53	0.28	0.68	3.64
Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE) (Utilidad Neta/Patrimonio)	9.63	7.30	0.57	3.54	8.02

Nota. Adaptado de Bloomberg

Respecto al Margen Operativo, las empresas analizadas obtuvieron un ratio ubicado entre 3.3% y 7.9% a diciembre de 2016 como se observa en la Figura 22, el Grupo Cencosud se presenta como el más rentable con un 7.9%, Almacenes Éxito de Colombia en la tercera posición con 4.2%, y Supermercados Peruanos en la cuarta posición con 3.7%. La rentabilidad promedio del sector fue de 4.9% a diciembre de 2016.

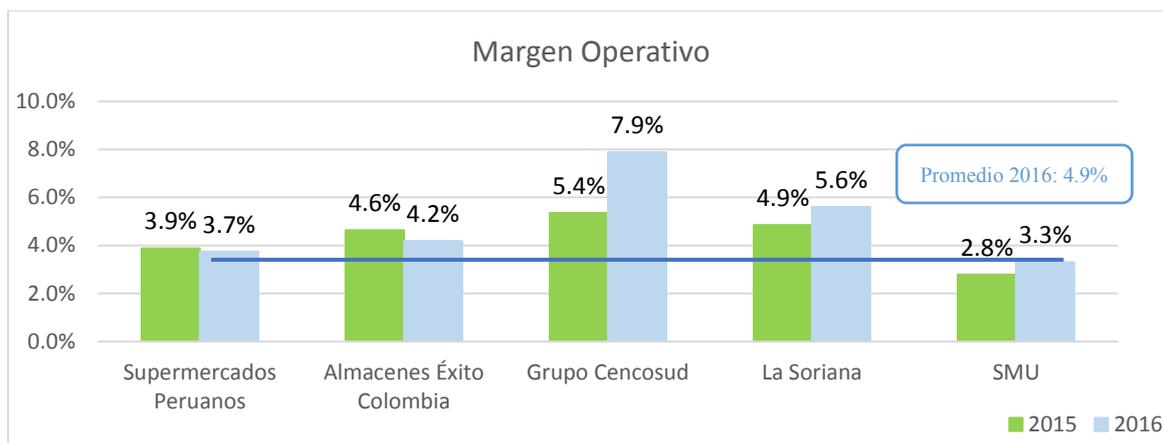


Figura 22. Evolución de la rentabilidad operativa del sector *retail* (2015-2016).
Nota. Adaptado de Bloomberg

Respecto al indicador de rendimiento sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés) Grupo Cencosud obtuvo un porcentaje de 3.77, indicando que tiene una mayor eficiencia en la utilización de sus activos respecto a las empresas comparadas. Asimismo, la evolución del rendimiento sobre el patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés) de las empresas analizadas sitúa primero al Grupo Cencosud con 9.63% y presenta un promedio de 5.81% entre las empresas analizadas. En la Figura 23 muestra un comparativo del ROA y ROE de las empresas analizadas a diciembre de 2016.

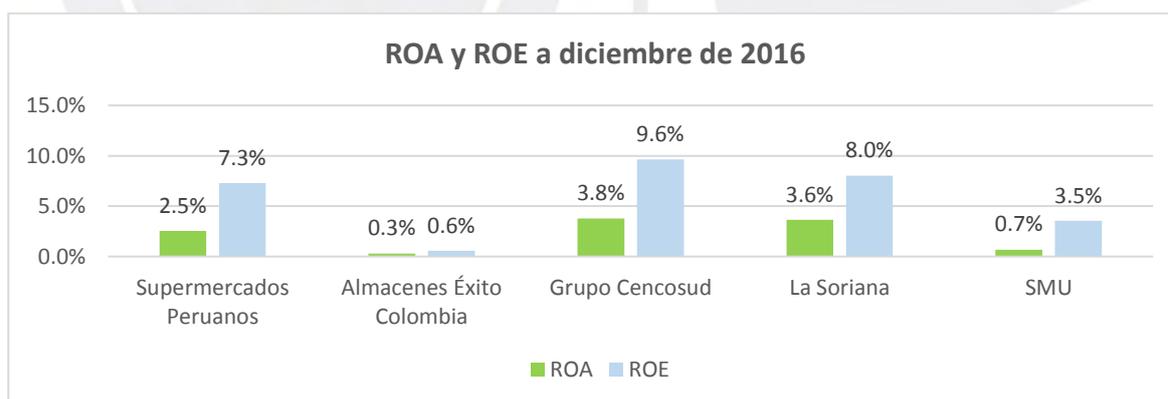


Figura 23. ROE de operadores de supermercados de Latinoamérica
Adaptado de Bloomberg

Ross, Westerfield, y Jordan (2010) indicaron que la identidad Du Pont descompone el ROE en lo siguiente: (a) eficiencia operativa, la cual es medida por el margen de utilidades; (b) eficiencia en la utilización de activos, la cual es medida por la rotación de activos totales;

y (c) apalancamiento financiero, el cual es medido por el multiplicador de capital. En la Tabla 2 se muestra el análisis Dupont de las empresas analizadas del sector a diciembre de 2016. Como se observa, el mejor Margen Neto lo tuvo el Grupo Cencosud con 3.75%, las empresas Supermercados Peruanos y Almacenes Éxito (Colombia) obtuvieron un 1.67% y 0.39%, respectivamente. Asimismo, Grupo Cencosud destacó con un multiplicador financiero de 2.56, un ROA de 3.77% y un ROE de 9.63%. Adicionalmente, el menor ROA y ROE lo tuvo Grupo Éxito con 0.28% y 0.57%, respectivamente.

Tabla 2

Análisis Dupont del Sector Retail

Indicador	Supermercados Peruanos	Almacenes Éxito-Colombia	Grupo Cencosud	La Soriana	SMU
Margen Neto (Utilidad Neta/Ventas)	1.67%	0.39%	3.75%	2.80%	0.50%
Rotación de activos totales	1.45	0.74	1.01	1.30	1.37
Multiplicador financiero (Activo/Patrimonio Neto)	2.90	2.00	2.56	2.37	5.16
ROA (Utilidad Neta/Activos)	2.53%	0.28%	3.77%	3.64%	0.68%
ROE (Utilidad Neta/Patrimonio)	7.05%	0.57%	9.63%	8.02%	3.54%

Nota. Adaptado de Bloomberg

Endeudamiento. En la Tabla 3 se presentan los principales indicadores de endeudamiento, estimados a diciembre de 2016. El análisis fue realizado considerando uno de los principales indicadores financieros de cada una de las empresas comparables, como el Margen EBITDA, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* [utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización] (EBITDA, por sus siglas en inglés), el cual corresponde a la división del resultado de operación antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones entre las ventas del periodo, durante el año 2016 según la información obtenida de Bloomberg.

Tabla 3

Indicadores de Endeudamiento

Indicador	Supermercados Peruanos	Almacenes Éxito Colombia	Grupo Cencosud	La Soriana	SMU	Promedio
Total Pasivo/Total Patrimonio	1.90	1.00	1.56	1.37	4.16	2.00
Deuda/EBITDA	2.48	5.66	3.16	2.19	6.35	3.97
Deuda Neta/EBITDA	1.83	4.09	2.69	1.96	5.99	3.31
EBITDA/ Gasto de interés	6.05	2.03	3.91	6.22	5.50	4.74
(EBITDA-CAPEX)/(Gasto de Interés)	-0.31	0.56	3.13	4.86	4.83	2.62
EBIT/ Gasto de intereses	3.47	1.36	3.06	4.40	3.30	3.12

Nota. Adaptado de Bloomberg. Almacenes Éxito solo Colombia

Respecto al indicador de Pasivo Total entre Patrimonio Total, según los datos obtenidos de Bloomberg a diciembre de 2016, SMU presentó el indicador más elevado respecto a los competidores analizados, indicando que se encuentra más endeudada con terceros que con los accionistas con un indicador de 4.16. La empresa comparable con menor endeudamiento con terceros dentro del análisis comparable fue Almacenes Éxito Colombia con un indicador de 1; asimismo, el promedio de los comparables se situó en razón de 2.

Respecto al indicador de Deuda entre EBITDA, según los datos obtenidos de Bloomberg a diciembre de 2016, SMU S.A. presentó el indicador de 6.35, siendo el más elevado respecto a los competidores analizados, este ratio indica que la empresa puede afrontar problemas financieros al no poder cumplir con sus obligaciones financieros por limitaciones en su flujo de caja, medido por EBITDA. La empresa comparable con menor endeudamiento con terceros dentro del análisis comparable fue La Soriana con un indicador de 2.19, ubicándose por debajo del promedio de las empresas comparables ascendente a 3.97.

Liquidez. Los indicadores de liquidez a nivel del subsector supermercados se mantuvieron estables a diciembre de 2016 y se encuentra acorde a la exigencia de liquidez del negocio. En la Tabla 4 se observa que el promedio de liquidez de las empresas analizadas respecto al indicador “razón corriente” fue de 0.78 a diciembre de 2016, el indicador promedio de “prueba ácida” y la razón promedio de “prueba defensiva” se situaron en 0.27 y 0.15, respectivamente. La empresa con mayor liquidez referida al indicador de “razón

corriente” a diciembre de 2016 fue Grupo Cencosud con un ratio de 1.04, respecto a Supermercados Peruanos y Almacenes Éxito de Colombia obtuvieron un ratio de 0.63 y 0.69, respectivamente. En la Figura 24 se muestra la variación del indicador de “razón corriente” para los años 2016 y 2015.

Tabla 4

Indicadores de Liquidez

Indicador	Supermercados Peruanos	Almacenes Éxito Colombia	Grupo Cencosud	La Soriana	SMU	Promedio
Liquidez General (Activo Corriente/Pasivo Corriente)	0.63	0.69	1.04	0.95	0.59	0.78
Prueba Ácida (Activo Corriente-Existencias-Gtos. Pag.Adelantado / Pasivo Corriente)	0.17	0.34	0.53	0.12	0.19	0.27
Prueba Defensiva (Efectivo y Equivalente de Efectivo / Pasivo Corriente)	0.14	0.28	0.19	0.07	0.08	0.15

Nota. Adaptado de Bloomberg

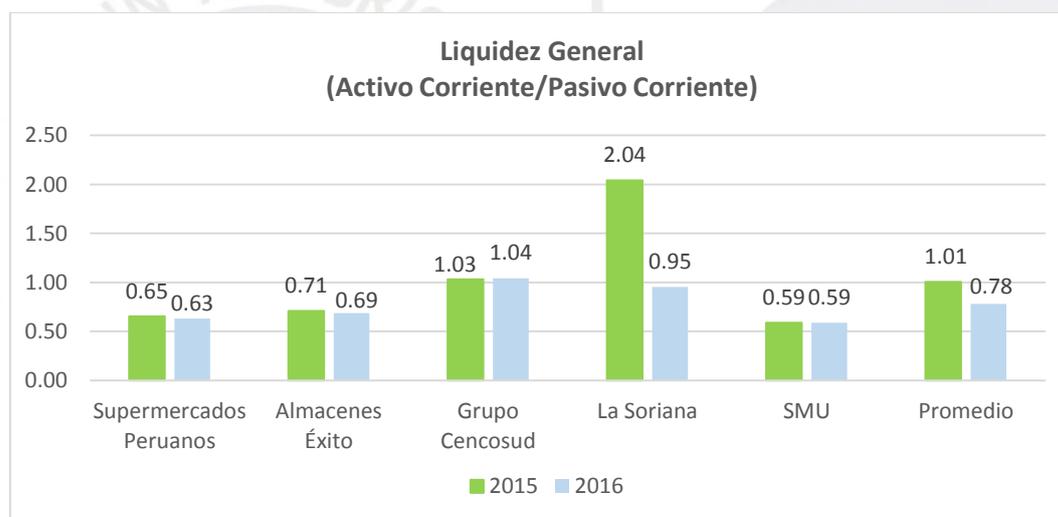


Figura 24. Evolución de la Liquidez General en el subsector supermercados. Adaptado de Bloomberg

Gestión. En la Tabla 5 se presentan los indicadores de Gestión estimados a diciembre de 2016 por Bloomberg, se observa que Almacenes Éxito de Colombia obtuvo un mejor promedio de pago con 117 días, a diferencia de Supermercados Peruanos que paga en 106 días. El mejor ratio promedio de inventario es de La Soriana con 67 días, y el mejor ratio promedio de cobranza, corresponde a Supermercados Peruanos ya que es de tres días.

Tabla 5

Indicadores de Gestión

Indicador	Supermercados Peruanos	Almacenes Éxito Colombia	Grupo Cencosud	La Soriana	SMU
Rotación de Cuentas por Cobrar (Ventas Netas/Promedio de Cuentas por Cobrar Comerciales)	135.17	51.04	12.25	74.01	33.95
Rotación de Cuentas por Pagar (Ventas Netas/Promedio de Cuentas por Pagar Comerciales)	3.47	3.13	4.44	5.18	4.07
Rotación de Inventarios (veces) (Costo de Ventas/Inventario promedio)	6.31	7.70	6.63	5.43	8.99
Periodo medio de cobranza (Promedio de Cuentas por Cobrar Comerciales*365/ Ventas Netas)	2.71	7.17	29.88	4.95	10.78
Periodo medio de pago (Promedio de Cuentas por Pagar Comerciales*365/ Compras)	105.58	116.86	82.42	70.59	89.89
Rotación de Inventarios (días) (Inventario Promedio*365/Costo de Ventas)	58.03	47.51	55.17	67.41	40.71
Ciclo conversión de efectivo	-44.84	-62.17	2.63	1.76	-38.40
Ciclo conversión de efectivo (días)	60.74	54.68	85.04	72.36	51.49
Rotación de Activo (Total Ventas Netas/Activo Total Promedio)	1.52	0.74	1.01	1.30	1.37

Nota. Adaptado de Bloomberg



Capítulo II: Análisis Financiero de las Empresas

2.1. Descripción de las Empresas

2.1.1. Breve historia

Supermercados Peruanos. Supermercados Peruanos S.A. (en adelante, SPSA) es una empresa peruana dedicada al negocio de representaciones, comisiones, distribución de bienes y compra-venta de bienes muebles en general; e incluso conforme a sus estatutos podrá dedicarse a realizar inversiones en valores bursátiles y extrabursátiles de renta fija o variable, en bienes muebles e inmuebles y acciones de personas jurídicas, pudiendo realizar cualquier otra actividad comercial vinculada a su objeto social o extender su actividad a otros negocios o inversiones que acuerde su Directorio, conforme a lo indicado en sus estatutos (Supermercados Peruanos, 2016). En la Tabla 6 se presenta la cronología de la historia de Supermercados Peruanos.

Actualmente Supermercados Peruanos pertenece al Grupo InterCorp a través de InRetail Perú Corp, según el detalle de la Figura 25.

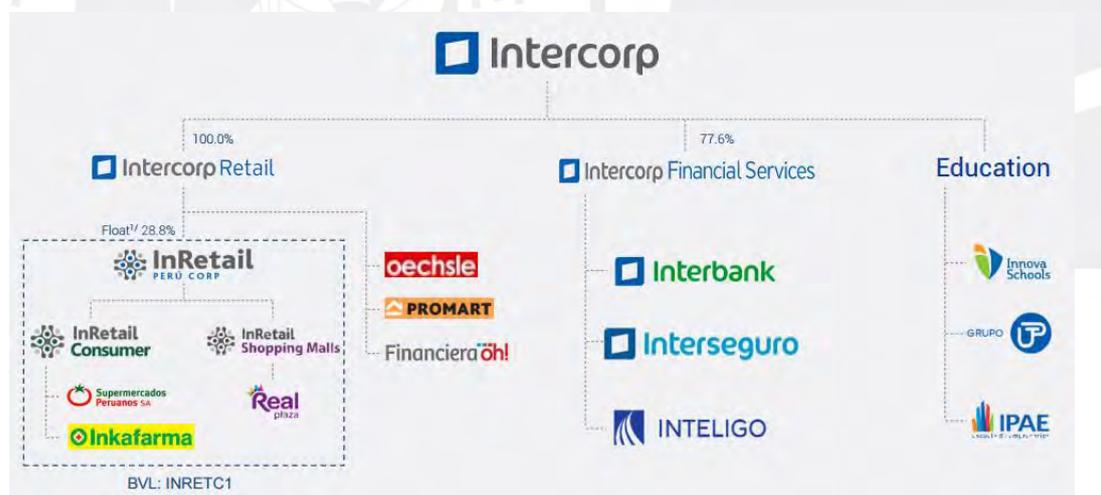


Figura 25. Estructura Corporativa InRetail Perú Corp - SPSA

Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2017” por InRetail, 2017. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/1/jer/presentations/4Q'16%20Corporate%20Presentati on_InRetail%20vf2.pdf

Tabla 6

Hechos Históricos de Supermercados Peruanos

Año	Descripción de hechos históricos
1979	Constituida el 1° de junio de 1979 con la razón social de Promociones Camino Real S.A, accionista mayoritario de la cadena de tiendas Scala
1993	La cadena de supermercados Santa Isabel (Chile) adquirió la empresa cambiando la razón social a Supermercados Santa Isabel S.A
1998	El grupo holandés Royal Ahold se convirtió en copropietario de Supermercados Santa Isabel (Chile).
2002	Grupo holandés Royal Ahold asumió el control de la empresa en mayo del 2002.
2003	Grupo Royal Ahold por un proceso de reestructuración interna decidió vender sus operaciones, ese mismo año suscribió un contrato de compra-venta de las acciones representativas del capital social de Supermercados Peruanos S.A al Grupo Interbank (Banco Internacional del Perú S.A.A. – Interbank, Interseguro Compañía de Seguros de Vida S.A) y Compass Capital Partners Corp.
2004	El 15 de marzo de 2004, se aprobó el cambio de denominación de la sociedad a “Supermercados Peruanos S.A.”Definió y consolidó sus formatos, nueva marca Vivanda y Mass.
2007	Por un proceso de reorganización corporativa de las empresas holding del grupo Interbank, IFH Retail Corp. (empresa subsidiaria de IFH Perú Ltd) se convirtió en el principal accionista de Supermercados Peruanos.
2010	IFH Retail Corp. acordó efectuar un proceso de escisión de la sociedad en dos partes: IFH Retail Corp., y una sociedad nueva denominada Supermercados Peruanos Hold. Corp. a la que se le transfirió cerca del 100% de la participación accionaria de Supermercados Peruanos.
2012	Mediante un proceso reorganización del grupo InterCorp, InRetail Perú Corp. adquirió 306’678,287 acciones representativas del capital social de Supermercados Peruanos, obteniendo una participación 99,98%.
sep-2014	Con el objetivo de efectuar una emisión de bonos en el mercado local y en el exterior, InRetail Perú Corp. constituyó un Patrimonio en Fideicomiso D.S. N° 093-2002 EF-InRetail Consumer, entidad denominada “InRetail Consumer” que mantiene el dominio fiduciario de las acciones representativas del capital social de Supermercados Peruanos y de Eckerd Perú S.A. y Subsidiarias.
oct-2014	InRetail Consumer efectuó una oferta privada de “Senior Notes Unsecured” por US\$300’000,000 y S/.250’000,000, de los cuales US\$140,000,000 fueron transferidos a Supermercados Peruanos a través de un préstamo subordinado con interés efectivo anual de 5.25% y vencimiento en octubre de 2021. Este préstamo fue usado por SPSA para reestructurar sus obligaciones financieras.
2015	SPSA decidió pre pagar parte de dicho préstamo subordinado por un total de US\$100’000,000 con fondos de préstamos a largo plazo en moneda nacional.

A diciembre de 2016, Supermercados Peruanos se ubicó como la primera cadena de supermercados en el Perú con una participación del 35.9%, (Giordano et al. ,2017), contando con un total de 165 tiendas conformada por 68 hipermercados, que operan bajo la marca “Plaza Vea”, 38 supermercados, que operan bajo las marcas “Plaza Vea Súper” (29) y “Vivanda” (9); y 59 tiendas de descuento, las cuales operan bajo la marca “Mass”. En la Figura 26 se presenta la evolución del número total (Lima y Provincias) de tiendas de Supermercados Peruanos desde el año 2007 hasta el año 2016.

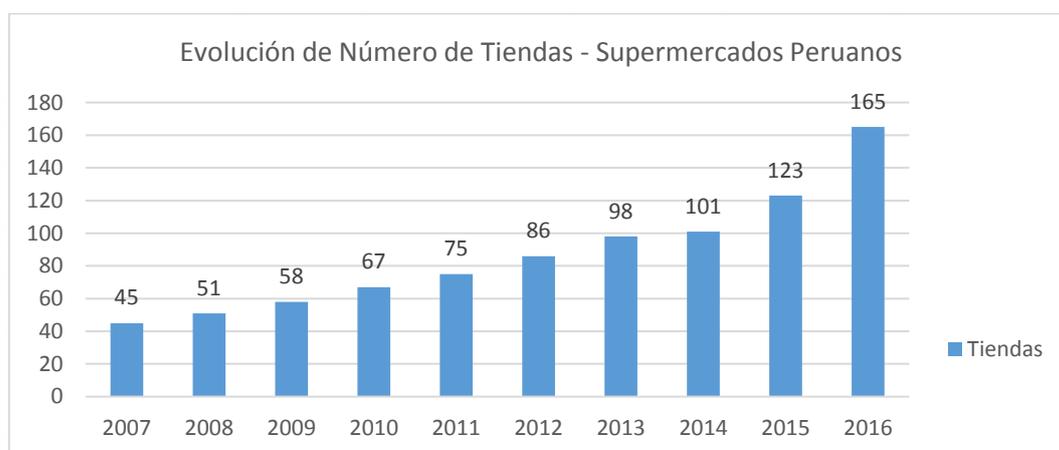


Figura 26. Evolución número de tiendas de Supermercados Peruanos
Tomado de “Información de la Empresa. Memoria Anual” por Supermercados Peruanos, 2016. Recuperado de Web de la SMV
<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/DIA%20SPSA%202016.pdf>

En la Figura 27 se presenta el mapa del Perú con la ubicación geográfica del número de tiendas de Supermercados Peruanos al 31 de diciembre de 2016, como se puede observar, la concentración sigue siendo elevada en Lima con un total de 133 tiendas (81% del total de tiendas ascendente a 165), distribuidas en 74 supermercados y 59 tiendas Mass. Como se ha mencionado anteriormente, la preferencia por el canal tradicional a través de mercados y bodegas sigue siendo elevado en el Perú, y con mayor porcentaje en el interior del país, donde se puede acceder con mayor facilidad a la oferta de productos y precios ofrecidos por agricultores, microempresarios y mercados; y además el perfil del consumidor mantiene el

concepto de que los productos del mercado son más frescos que los productos del Supermercado.



Figura 27. Número de tiendas de Supermercados Peruanos a diciembre de 2016 según ubicación geográfica.

Tomado de “InRetail: Corporate Presentation March 2017” por InRetail, 2017. Recuperado de http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/1/jer/presentations/4Q'16%20Corporate%20Presentati on_InRetail%20vf2.pdf

El objetivo de estos tres formatos diferenciados de tiendas es capturar diferentes tipos de consumidores, adecuando las características propias de los locales de acuerdo al segmento al que se dirige, como se detalla a continuación:

- Hipermercados: Bajo la marca “Plaza Vea”, este formato fue creado en el año 2001, con la conversión del supermercado Santa Isabel que operaba en el C.C. Jockey Plaza. A diciembre de 2016 operó con 68 tiendas (67 a diciembre de 2015). Este formato está enfocado en ofrecer variedad de productos a bajos precios, dirigidos a clientes que realizan compras con frecuencia semanal.

- Supermercados: Bajo la marca “Vivanda”, este formato está orientado a ofrecer productos a clientes con mayor poder adquisitivo a través de un servicio diferenciado. El

formato de las tiendas es único en el mercado peruano por la distribución; iluminación; variedad y exclusividad de productos; y atención al cliente. A diciembre de 2016 operó con 9 tiendas ubicadas en Lima (8 a diciembre de 2015); y es el formato que genera mayores ventas por metro cuadrado y también los mayores índices de lealtad de los consumidores, lo cual es potenciado por el programa de Clientes Vivanda, que permite a los clientes obtener descuentos y promociones en los productos, según lo señalado por Garro (2016).

- Tiendas de Descuento: Bajo la marca “Mass”, este formato está orientado a ofrecer productos de compra rápida y de un número reducido de artículos, compitiendo con mercados y bodegas.

Grupo Éxito. Respecto a Grupo Éxito, la empresa se constituyó en el año 1905 en Bogotá por el señor José Corulla Vidal como una compañía multilatinas regional, líder del sector *retail* en Sudamérica. A diciembre de 2016 contó con más de 1,576 almacenes en Colombia a través de Grupo Éxito; en Brasil con Grupo Pão de Açúcar; en Uruguay con Grupo Disco y Grupo Devoto; y en Argentina con Libertad. Su sólido modelo omnicanal y su estrategia multiformato y multimarca lo han convertido en el líder de los hipermercados con las marcas Éxito, Extra, Geant y Libertad; en supermercados premium con las marcas Carulla, Pão de Açúcar, Disco y Devoto. Desde la decisión de su fundador de comprar el emblemático almacén de la calle Colombia, dando origen al primer hipermercado del Grupo y al negocio de alimentos en Colombia; pasando por la adquisición en el año 1999 de la Gran Cadena de Almacenes Colombianos S.A. (Cadenalco) quedándose con el 56.94% de acciones (Éxito compró Cadenalco, 2013), multiplicando por varias veces su tamaño y pasando de unos pocos almacenes en dos ciudades (Bogotá y Medellín) a ser el líder colombiano consolidándose en 23 departamentos, Grupo Éxito ha mostrado su capacidad de adquirir y consolidar negocios. En la Figura 28 se presenta la evolución de Grupo Éxito en metros cuadrados en los últimos años y en la Tabla 7 se presenta la cronología de su historia.

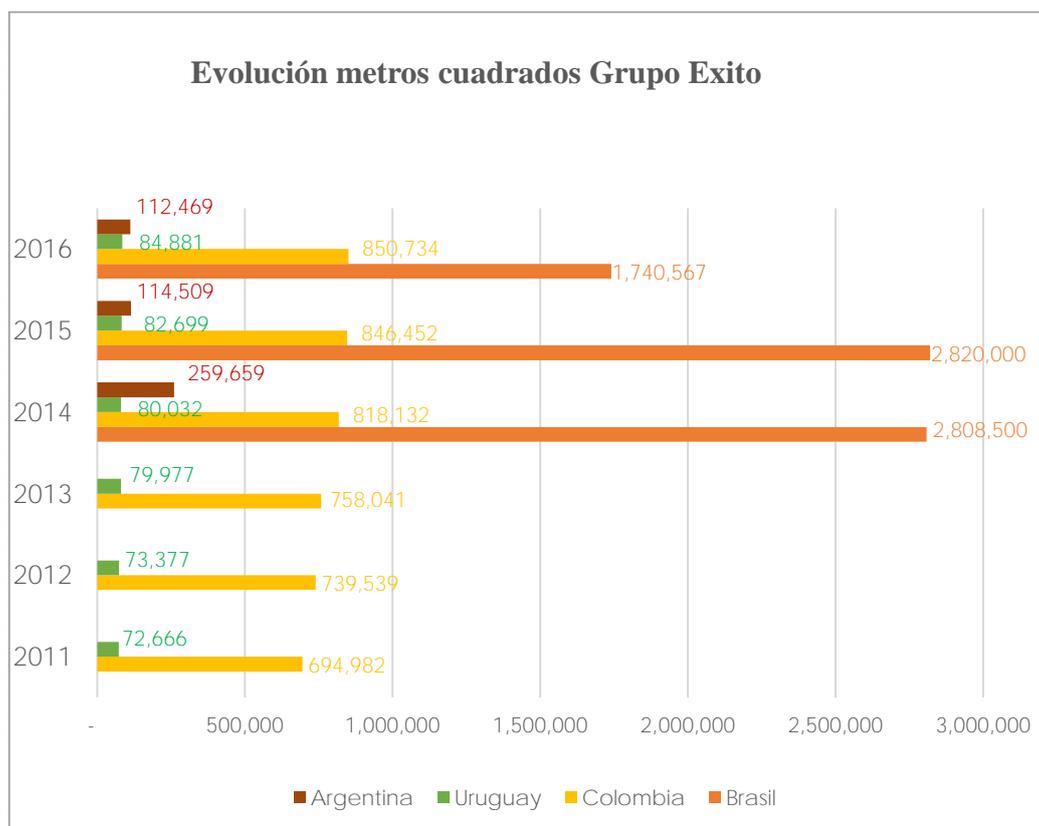


Figura 28. Evolución metros cuadrados Grupo Éxito Consolidado (2011-2016)
Adaptado de Informe y balance Grupo Éxito (2011-2016). Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>.

En julio del año 2015 el Grupo Éxito anunció la adquisición más ambiciosa de su historia, según lo señalado por BTG Pactual indicó que:

Exito acquires 50% voting stake in CBD Exito announced acquisitions in Brasil and Argentina for USD1.826bn Exito announced the acquisition of 1) 50% of the voting shares of CBD, equivalent to 18.8% of its economic interest, for USD1.54bn, and 2) the Libertad supermarket in Cordoba, Argentina for an EV of USD270mn. Casino, Exito's controlling shareholder (54.8%) would be the seller in both cases. The transaction will be financed with cash (~USD350mn) and debt: loan facilities granted by local banks for up to COP\$3.5bn (USD1.3bn) and by international banks for up to USD\$400mn. A shareholders meeting to approve the transaction is

scheduled for August 18, 2015. Transaction implies 25x 2015E P/E, a ~40% premium to CBD's yesterday close The acquisition price of CBD's ordinary shares (from a wholly owned subsidiary of Casino) implies a hefty ~40% premium to CBD's yesterday close (for the preferred share) and a 2015E P/E of ~25x and 2015E EV/EBITDA of ~7x. The acquisition of Libertad in Argentina implies a 2014 EV/EBITDA of 11.3x (Aramburu, A., Restrepo, M. y Monteiro, F., 2015).

En la Figura 29, se presenta el porcentaje de participación final de Grupo Casino y de Almacenes Éxito en Compañía Brasileira de Distribución [CBD], después del proceso de adquisición realizado durante el año 2015. Adicionalmente Almacenes Éxito adquirió la empresa Libertad, de Argentina con una participación del 100%, ambas adquisiciones fueron realizadas en julio del año 2015. La transacción fue muy cuestionada por el premio excesivo pagado por CBD a tal punto que la acción de Grupo Éxito fue castigada duramente. Pasó de valer aproximadamente COP 22,500 a inicios de julio de 2015 y llegó a un mínimo de COP 10,210 el 26 de noviembre de 2015, como se observa en la Figura 30, es decir en menos de cinco meses experimentó una caída del 120%. La acción al 19 de mayo de 2017 obtuvo un valor de COP 15,380 rango de precio que mantienen desde febrero de 2016, los inversionistas continúan descontando negativamente el excesivo precio pagado por la compra de CBD y no ven materializadas las posibles sinergias (Aramburu et al., 2015).



Figura 29. Estructura accionaria del Grupo Éxito (2016)

Tomado de Presentación Corporativa 2016, Grupo Éxito, 2016a. Recuperado de https://www.grupoexitoc.com.co/files/inversionistas/pdf/Presentaciones_Corporativas/Presentacion_Corporativa_2016.pdf.



Figura 30. Precio de la acción de Éxito S.A. (29 abril 2017)

Tomado de Bloomberg Business.

Tabla 7

Historia de Grupo Éxito Colombia

Año	Descripción de hechos históricos
1905	Carulla se constituye en Bogotá por iniciativa de José Carulla Vidal.
1922	Ley inicia en Barranquilla fundado a Luis Eduardo Yepes
1949	El Éxito se crea en Medellín bajo el liderazgo de Gustavo Toro Quintero.
1959	Cadenalco comienza su historia como sociedad propietaria del Ley.
1969	Vivero nace en Barranquilla impulsado por Alberto Azout.
1982	Se crea la Fundación Éxito
1994	Éxito lista su acción en la Bolsa de Valores de Bogotá, Medellín y Occidente.
1998	La tienda virtual www.exito.com empieza a operar.
1999	Casino adquiere 25% de las acciones de Almacenes Éxito. Almacenes Éxito obtiene la mayoría accionaria de Cadenalco.
2001	Almacenes Éxito y Cadenalco se fusionan.
2005	El negocio inmobiliario inicia operación. Nace la Tarjeta Éxito
2007	Casino obtiene la mayoría accionaria de Almacenes Éxito. Almacenes Éxito adquiere Carulla Vivero. Almacenes Éxito realiza emisión internacional de acciones, a través de GDS. Inicia sus operaciones Viajes Éxito.
2008	Seguros Éxito se crea como negocio complementario, nace el formato Bodega Surtimax y Éxito inicia operación directa de sus estaciones de servicio
2009	Éxito y Cafam firman alianza.
2010	Almacenes Éxito y Carulla Vivero se fusionan. Éxito Express nace como formato.
2011	Almacenes Éxito adquiere el 100% de las acciones de Spice Investments Mercosur, Compañía propietaria de las cadenas Disco, Devoto y Géant, en Uruguay.
2012	Cafam, Pomona y Ley terminan el proceso de unificación a las marcas Éxito, Carulla y Surtimax. Viva inaugura el primer centro comercial en Medellín.
2013	Móvil Éxito sale al mercado como telefonía móvil. Inicia el servicio de giros internacionales. Nace Aliados Surtimax.
2014	Almacenes Éxito adquiere Super Inter, cuarta marca del retail. Gemex O&W S.A.S. se crea como canal de venta directa.
2015	Almacenes Éxito adquiere el 50% de derechos de voto del Grupo Pão de Açúcar, en Brasil; y el 100% de Libertad, en Argentina. Devoto, en Uruguay, implementa el formato express.
2016	Apertura del primer almacén Surtimayorista, primera tienda de venta al por mayor del Grupo Éxito en Colombia. El Grupo Éxito y el Fondo Inmobiliario de Colombia firman acuerdo de inversión para la creación de Viva Malls, vehículo especializado en el desarrollo y operación de espacios comerciales en el país. Proveedores colombianos empiezan a exportar productos a Brasil, Uruguay y Argentina. Fundación Éxito llega a nuevos territorios: Córdoba, Magdalena, Nariño y Chocó

Nota. Adaptado de Informe integrado Grupo Éxito 2016. Recuperado de https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/Informe_Integrado_y_EEFF_con_notas_Grupo_Exito_2016.pdf

El año 2016 estuvo marcado por una alta inflación y un incremento en las tasas de interés, lo cual impactó en los gastos operativos y financieros de Grupo Éxito. A diciembre de 2016, Grupo Éxito Colombia obtuvo 566 almacenes y alcanzó ingresos por COP 11.4

billones con un crecimiento de 7.5% respecto al 2015 impulsado por los resultados de la marca Éxito que tuvo un aumento en ventas de 7.4%. El EBITDA recurrente creció 3.2% y alcanzó COP 833 mil millones lo que representó un margen de 7.3%.

Como se presenta en la Figura 31, en los últimos cinco años, Grupo Éxito se consolidó como el líder del *retail* de alimentos en Sudamérica con presencia en Colombia, Brasil, Uruguay y Argentina, presentando una expansión rentable, al cierre del año 2016 culminó con un número total de 566 tiendas conformado por sus marcas: Éxito, Carulla, Surtimax, Super Inter y Surtimayorista (frente a las 573 tiendas del año 2015). Esta cifra explica una disminución en nueve tiendas Surtimax debido a la conversión a tiendas Super Inter, ubicada en Manizales, departamento de Caldas, Colombia.

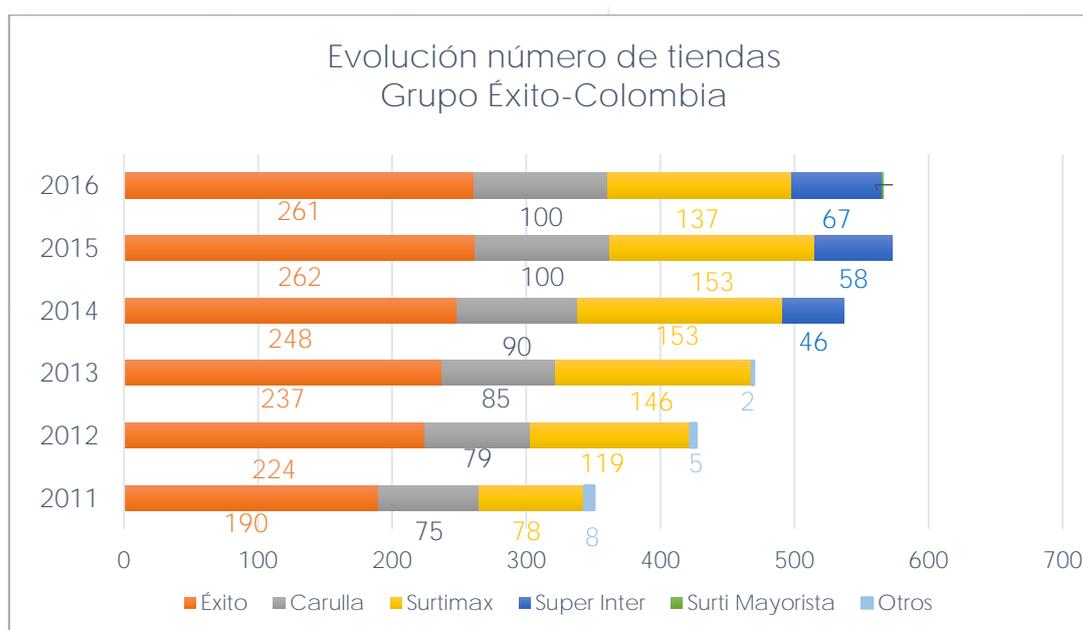


Figura 31. Evolución número de tiendas Colombia (2011-2016)
Adaptado de los Informes y balances Grupo Éxito (2011-2016). Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>.

El comercio colombiano presentó gran dinamismo con la expansión agresiva en segmentos como los formatos de descuento, supermercados independientes y almacenes por departamentos. El Grupo Éxito a su vez participa y se identifica plenamente con The Global Reporting Initiative (GRI), organización que promueve el uso de reportes de sostenibilidad

como forma de vida de las organizaciones hacia un desarrollo más sostenible. Una economía responsable debe combinar las ganancias de largo plazo con un comportamiento ético de justicia social y de protección del medio ambiente. Por ello, Grupo Éxito decidió incorporar cuatro aspectos críticos de la sostenibilidad competitiva: la responsabilidad social, lo medioambiental, lo económico y la gobernabilidad.

2.1.2. Estrategia de la empresa y objetivos estratégicos

La estrategia corporativa es de gran importancia para todos los tipos de empresas, grandes y pequeñas. En las grandes empresas, suelen ser los altos niveles gerenciales quienes se encuentran encargados del tema estratégico de la empresa.

D'Alessio (2008) indicó que la visión y la misión identifican el futuro que la organización espera conseguir, establecen la dirección a largo plazo y otorgan el panorama general. Por otro lado, la misión establece la diferenciación de la organización con otras de la misma industria y la identidad que guiará a la organización en su propósito. La visión y la misión tienen que considerar tres factores principales relacionados con sus clientes: (a) necesidades de los clientes, (b) grupos de clientes, y (c) tecnología y formas de producción.

Supermercados Peruanos.

Visión. Ser la primera opción de compra de todos los peruanos

Misión. Ofrecer a sus clientes productos de calidad a los mejores precios, a través de formatos de *retail* eficientes, que les permitan mejorar su vida (Supermercados Peruanos, 2017).

Estructura de la organización. El Directorio de Supermercados Peruanos se encuentra conformado según lo indicado en la Tabla 8, el detalle de sus accionistas se observa en la Tabla 9 y en la Figura 32 se observan sus pilares culturales institucionales.

Tabla 8

Directorio de Supermercados Peruanos S.A.

Cargo	Nombres
Presidente	Carlos Rodríguez-Pastor Persivale
Directores	Carlos Rodríguez-Pastor Persivale David Fischman Kalincaushy Julio César Luque Badenes Juan Carlos Vallejo Blanco José Antonio Rosas Pablo Turner

Nota. Recuperado de https://www.supermercadosperuanos.com.pe/web/qsomos_empresa-org

Tabla 9

Accionistas de Supermercados Peruanos S.A.

Nombre	Participación
Patrimonio en Fideicomiso D.S. N°093-2002-EF-InRetail Consumer, administrado por Internacional de Títulos Sociedades Titulizadoras S.A.	99.98%
Otros	0.02%
Total	100.00%

Nota. Tomado de la Memoria Anual 2017 de Supermercados Peruanos. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/DIA%20SPSA%202016.pdf>

En el Reporte de Sostenibilidad Corporativa de Supermercados Peruanos, se considera que una relación sólida y transparente con sus grupos de interés es vital para el desarrollo sostenible de sus operaciones a largo plazo. Asimismo dicho Reporte considera que sus clientes son el centro de sus esfuerzos y toma de decisiones, mientras que sus colaboradores permiten que la visión de la empresa pueda realizarse. Además considera que sus proveedores son los aliados estratégicos para el proceso de expansión. El Reporte considera importante el cumplimiento de estándares y buenas prácticas requeridos por los reguladores y el acercamiento a las comunidades a través de iniciativas destinadas a generar bienestar en ellas. Finalmente, considera que la transparencia de información es la base en la relación con accionistas e inversionistas.

- T** Transparente y honesto
- Decir las cosas como son, transmitiendo mis ideas, intenciones y expectativas claramente.
 - Soy consistente con mis actos, conozco y hago cumplir las normas, políticas y pilares culturales de la empresa.
 - Asumo mi responsabilidad frente a cualquier circunstancia.
- O** Orientado a las personas
- Valoro a las personas, sus esfuerzos y virtudes.
 - Me preocupo genuinamente por el desarrollo y bienestar de las personas.
 - Trato a todos por igual, tanto a clientes como colaboradores, con el respeto y cordialidad que se merecen.
- M** Muy eficientes y orientados a los resultados
- Enfoco mis esfuerzos en lograr los resultados trazados por la organización, aprovechando de la mejor manera posible los recursos disponibles.
 - Me anticipo a las necesidades del negocio y busco soluciones eficientes.
 - Busco la excelencia como mínimo estándar.
- A** Actitud innovadora
- Aporto ideas que generen mejoras en nuestros procesos y tareas.
 - Busco soluciones innovadoras a los problemas cotidianos.
 - Estoy atento a las mejores prácticas del mercado para contribuir a la mejora de los procesos y resultados.
- S** Sentido de equipo
- Pienso en lo mejor para la empresa antes de tomar cualquier decisión.
 - Colaboro y ayudo al equipo proactivamente.
 - Valoro a los miembros de mi equipo y sus aportes.

Figura 32. Pilares culturales de Supermercados Peruanos
Tomado del “Reporte de Sostenibilidad Corporativa de Supermercados Peruanos”, Supermercados Peruanos, 2016 b año. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Reporte%20Sostenibilidad%20SPSA%202016%20Anexo%20B.pdf>

Grupo Éxito. Grupo Éxito Colombia se ocupa de profundizar en el conocimiento de sus necesidades y de mejorar día a día sus niveles de servicio. En ese contexto, la Compañía trata de avanzar en el desarrollo de nuevas formas de negocio, según la filosofía de Grupo Éxito (2017), ha definido su estrategia sobre la base de los siguientes aspectos:

Visión. La visión planteada por la empresa se enfoca en sus 5 valores corporativos “Servicio, Trabajo en equipo, Innovación, Simplicidad y Pasión por el resultado”.

Misión. Trabajar para que el cliente regrese.

Estructura de la organización. De acuerdo con lo señalado en el informe de gestión Grupo Éxito (2016), el 30 de marzo de 2016 fueron elegidos los miembros de la Asamblea General de Accionistas para el Grupo Éxito y estuvieron conformados por cuatro directores independientes y cinco miembros patrimoniales como se indica en la Tabla 10. Así mismo Grupo Éxito está compuesto por diferentes accionistas, entre los cuales el Grupo Casino Guichard-Perrachon S.A tiene el mayor porcentaje accionario, con 55,3%, de manera indirecta, a través de las sociedades Géant International B.V., Géant Fonciere B.V. y Bergsaar B.V. (Grupo Éxito, 2016), como se muestra en la Figura 33 y en la Tabla 11.

Tabla 10

Junta Directiva de Grupo Éxito S.A.

Cargo	Nombre	Miembro
Presidente	Luis Fernando Alarcón Mantilla	
Directores	Luis Fernando Alarcón Mantilla	Independiente
	Ana María Ibáñez Londoño	Independiente
	Daniel Cortés McAllister	Independiente
	Felipe Ayerbe Muñoz	Independiente
	Yves Desjacques	Patrimonial
	Philippe Alarcon	Patrimonial
	Bernard Petit	Patrimonial
	Hervé Daudin	Patrimonial
	Matthieu Santon	Patrimonial

Nota. Tomado de “Informe Integrado 2016”, por Grupo Éxito, 2016. Recuperado de https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/Informe_Integrado_y_EEFF_con_notas_Grupo_Exito_2016.pdf



Figura 33. Principales accionistas de Grupo Éxito.

Adaptado de “Informe integrado Grupo Éxito 2016” por Grupo Éxito, 2016. Recuperado de https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/Informe_Integrado_y_EEFF_con_notas_Grupo_Exito_2016.pdf

Tabla 11

Participación Patrimonial de Grupo Éxito

Nombre	Cantidad de acciones	Participación
Géant International B.V.	187,689,792	41.93%
Géant Fonciere B.V.	47,725,428	10.66%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	20,296,575	4.53%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	18,145,251	4.05%
Bergsaar B.V.	12,130,244	2.71%
Jara Albarracín Manuel	11,734,213	2.62%
Alianza Fiduciaria S.A. Fideicomiso Adm. Sonnenblume	7,558,552	1.69%
Moreno Barbosa Jaime	6,883,235	1.54%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	6,572,492	1.47%
Fondo Bursátil Ishares Colcap	5,714,672	1.28%
Total	324,450,454	72.49%

Nota. Adaptado de “Informe integrado Grupo Éxito 2016” por Grupo Éxito, 2016. Recuperado de https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/Informe_Integrado_y_EEFF_con_notas_Grupo_Exito_2016.pdf

Grupo Éxito gestiona bajo un marco de principios de buen gobierno corporativo, realizando prácticas empresariales que permiten garantizar el buen desempeño de la organización; por ello se enfoca en cautivar por encima de sus competidores, captar la lealtad de los consumidores colombianos, la preferencia de los proveedores, y el orgullo de sus accionistas y empleados. En complemento a lo anterior, Grupo Éxito tiene como objetivo atender las necesidades de los clientes, en gustos y preferencias, a través de excelencia en servicio, selección de productos, calidad y precio. Las estrategias comerciales como: Precios insuperables, el quincenazo y la implementación de un nuevo formato referido a la oferta de productos textiles, y enfocado en ofrecer precios bajos todos los días. (Grupo Éxito, 2016).

Durante el año 2016 se impulsaron 19 iniciativas transversales a los cuatro países, con un aporte total a la utilidad operacional consolidando cerca de los 25 millones de dólares, en línea con el plan de obtener progresivamente cerca de 160 millones de dólares de impacto recurrente al margen operacional. En Colombia se incursionó en el negocio de ventas al por mayor con la apertura del primer almacén Surtimayorista, en Bogotá, cuyo referente es el formato mayorista o Cash & Carry, de Assaí, en Brasil. Los resultados prometedores de los

primeros meses de operación han inspirado al menos dos nuevas aperturas para 2017.

Asimismo, continuó avanzando en el proceso de integración comercial, con respecto a sus proveedores, exportaron productos tanto de la categoría de alimentos como de la categoría de no alimentos como resultado de los negocios multisectoriales realizadas por la Compañía en Uruguay, Colombia y Brasil, donde los compradores de los cuatro países conocieron la oferta local de sus proveedores (Grupo Éxito, 2016, pp. 25-27). Giordano et al. (2017) mencionó que Grupo Éxito es el líder en ventas de productos de marcas propias en Colombia, señaló que en el año 2015 Grupo Éxito manejó 30 marcas propias (alimentos y no alimentos) con más de 27,000 productos, lo que representó un 15% de las ventas a esa fecha.

2.1.3. Descripción de productos y servicios

Una de las características del subsector supermercados es la generación de marcas propias, según lo señalado por Belapatiño, Broncano, Crispin y Perea (2016), la penetración de las marcas propias generadas por los supermercados, aún es baja en Perú (7% de las ventas), comparada con países de Europa, como se observa en la Figura 34. Siendo, las más vendidas dentro de la categoría de consumo, las marcas de alimentos y cuidado del hogar. Adicionalmente, los autores señalaron que en el 2015, las ventas de las marcas propias en el Perú crecieron más que las tradicionales, debido al menor precio y las promociones en las cadenas de supermercados. Las ventas de marcas propias crecieron en 19% y el resto de marcas en 2% como se observa en la Figura 35.

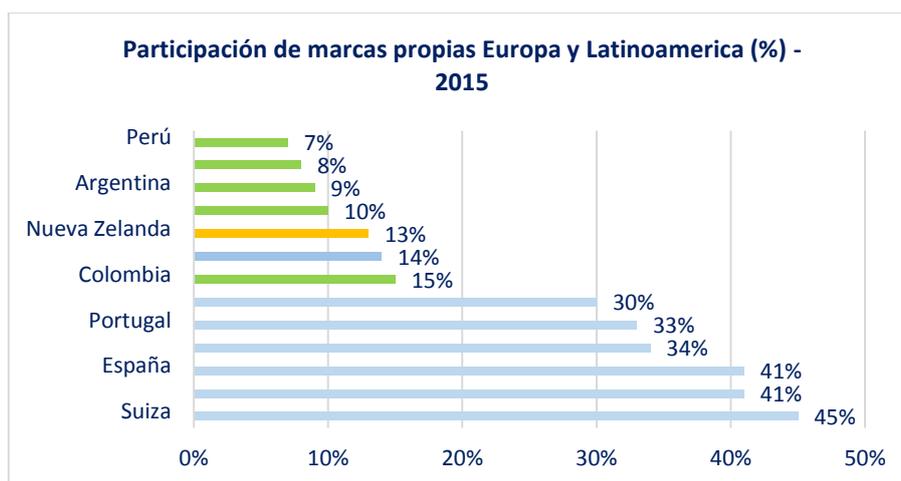


Figura 34. Participación de marcas propias en Europa y Latinoamérica - 2015

Adaptado del informe "Sector Retail" de Belapatiño et al., 2016. Recuperado el 28 de abril de 2016 del sitio web: <https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2016/04/Retail-Abril-2016-FI.pdf>.

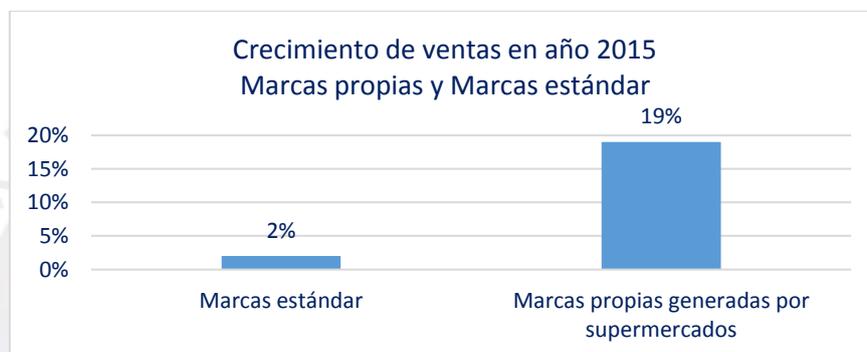


Figura 35. Participación de marcas propias en Europa y Latinoamérica – 2015

Adaptado del informe "Sector Retail" de Belapatiño et al., 2016. Recuperado el 28 de abril de 2016 del sitio web: <https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2016/04/Retail-Abril-2016-FI.pdf>

Supermercados Peruanos. SPSA comercializa marcas propias y de terceros; así como productos elaborados por ellos para las líneas de pastelería, panadería, pastas y comida preparada. Dentro de las marcas propias más conocidas por los consumidores se encuentran: i) Bells, especializada en ofrecer productos de las categorías de abarrotes, bebidas, congelados y panadería industrial.; ii) La Florencia, especializada en ofrecer productos frescos de las categorías de Quesos & Fiambres, Frutas & Verduras y Helados; iii) Boreal, especializada en ofrecer productos de las categorías de limpieza y cuidado personal enfocándose en papelería (papel higiénico, papel toalla, entre otros), cuidado personal y en cuidado del bebe; y iv)

Balanzé, especializada en ofrecer una línea de productos saludables como cereales y bebidas bajos en calorías.

Grupo Éxito. En Colombia el sector de supermercados obtiene un 15% de ventas por la penetración de marcas propias (Belapatiño et al., 2016), como se muestra en la Figura 34 y Figura 37. Carlos Giraldo Moreno, Presidente Director Grupo Éxito, definió el modelo de negocio *Omnicanal* como un formato que integra lo físico con lo virtual, cuyo objetivo es ubicar al cliente como el máximo director en toda decisión de compra, lo cual permite conocer los intereses de sus clientes y generar mayor cercanía (Con el modelo *Omnicanal* los clientes escogen cómo y cuándo comprar, 2014).

En consecuencia, Grupo Éxito por medio de su modelo *Omnicanal* ofrece la posibilidad de que las compras para sus clientes sean fáciles y rápidas a través de los canales de tiendas físicas, virtuales o móviles. Por tanto, Grupo Éxito pone a disposición de sus clientes diferentes negocios, marcas y canales para que encuentren soluciones adaptadas a cada necesidad. El negocio principal de Grupo Éxito es la venta *retail*, la cual representa casi la totalidad de sus ingresos, donde las principales ventas provienen de la venta de sus marcas propias. El soporte de las marcas propias del Grupo Éxito se obtiene a través de más de 900 proveedores nacionales que fabrican cerca de 13,600 productos (Grupo Éxito, 2016).

A diciembre de 2016, Grupo Éxito contó con 1,576 tiendas en Sudamérica y 566 en tiendas en Colombia, las cuales se encuentran distribuidas a nivel nacional; a continuación se detalla los distintos formatos y marcas con los que cuenta la compañía:

- Éxito: Es la marca líder del comercio al detalle en Colombia y la única en el país con estrategia multiformato: Hipermercados, Supermercados, Vecino, Express y Estaciones de Servicio y contó con 261 tiendas.
- Carulla: Se destaca por ser la marca Premium, especializada en productos frescos y contó con 100 tiendas.

- Surtimax: Esta marca ofrece a los clientes precios bajos y cercanía y contó con 137 tiendas.
- Super Inter: Es la marca reconocida por productos frescos y de mayor calidad a precios económicos, contó con 67 tiendas.
- Aliados Surtimax y Super Inter: corresponde al crecimiento y el desarrollo de minimercados y autoservicios a través del programa (ver Figura 36).



Figura 36. Formatos de retail del Grupo Éxito en Colombia

Tomado del “Informe Integrado Grupo Éxito 2016” por Grupo Éxito, 2016. Recuperado de https://www.grupoexit.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/Informe_Integrado_y_EEFF_con_notas_Grupo_Exito_2016.pdf



Figura 37. Marcas Propias del Grupo Éxito en Colombia.

Tomado del “Informe Integrado Grupo Éxito 2016” por Grupo Éxito, 2016. Recuperado de https://www.grupoexit.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/Informe_Integrado_y_EEFF_con_notas_Grupo_Exito_2016.pdf

2.1.4. Descripción de los planes comerciales y de inversión de la empresa

Supermercados Peruanos. Al 31 de diciembre de 2016, SPSA, a través de sus formatos Plaza Veá, Vivanda y Mass lidera la cantidad de tiendas con un tal de 165; seguido por el Grupo Cencosud, a través de sus formatos Wong y Metro con 91 tiendas; y en tercera

posición se ubica el Grupo Falabella, con sus formatos Tottus e Hiperbodegas Precio Uno con 30 tiendas, conforme a lo indicado en la Memoria Anual 2016 de cada uno.

SPSA ha desarrollado una estrategia de operación a través de diferentes formatos de supermercados; diversidad de productos; variedad en niveles de precio; y una experiencia de compra diferenciada con la finalidad de satisfacer las necesidades de clientes de distintos niveles socioeconómicos. Incluso, con la nueva campaña de “precios bajos todos los días” de Plaza Ve a ha permitido que Supermercados aumente sus ventas del primer trimestre 2017, situándose en S/. 113 millones, lo que representó un incremento del 10.9%, respecto al mismo periodo al año 2016, otro factor importante en el incremento de ventas durante el primer trimestre 2017 fue la demanda de productos de primera necesidad a consecuencia del Fenómeno del Niño (Estrategia de “precios bajos” de Plaza Ve a eleva ventas de Supermercados Peruanos, 2017).

Dentro de los últimos proyectos de Supermercados Peruanos, se encuentra la inversión para la apertura de una tienda en el Centro Histórico de Lima bajo el formato Plaza Ve a para lo cual, hasta inicios de enero de 2017 había realizado una inversión de USD 10 millones en la adquisición de las casonas, con una ejecución de USD 6 millones. La tienda se ubicará entre entre las avenidas Tacna y Colmena y tiene estimado realizar su apertura en agosto de este año, lo cual para el consumidor será una alternativa adicional a la que ofrece la zona ya que a una cuadra se ubica una tienda de Tottus (Plaza Ve a abrirá un Supermercado en el corazón del Cercado de Lima, 2017).

Adicionalmente, Supermercados Peruanos realizó una inversión de S/. 200 millones para construir una planta de fabricación de alimentos, y un centro de distribución automatizado, se estima que ambos empezarán a operar durante el primer semestre del año 2018 con el objetivo de mejorar eficientemente su estructura de costos más eficiente (Conozca los proyectos de InRetail para este 2016, 2016).

Grupo Éxito. En Colombia, el sector *retail* se encuentra en periodo de expansión y transformación, por ello Grupo Éxito en desarrollo de esa estrategia de transferencia de formatos entre Colombia y Brasil, lanzó el primer almacén mayorista o *Cash & Carry* bajo la marca Surtimayorista, el cual mostró excelentes resultados comerciales. Para ampliar el crecimiento de Grupo Éxito, se tomó la decisión de ingresar en el desarrollo del negocio inmobiliario a través de la adición de 75,000 m² de área arrendable mediante la apertura de dos centros comerciales, “Viva Barranquilla” con 65,000 m² de superficie arrendable (GLA, por sus siglas en inglés) y “Viva La Ceja”, con 10,000 m² de área arrendable. La expansión inmobiliaria de Grupo Éxito en Colombia reflejó el mayor incremento de área comercial de cualquier jugador en el país durante el año 2016, con ello la compañía totalizó 584,000 m² de los cuales 308,000 m² fueron incluidos en el portafolio de Viva Malls, la plataforma inmobiliaria comercial líder en Colombia. Adicionalmente, Grupo Éxito firmó el acuerdo con Fondo Inmobiliario Colombiano (FIC), fondo de capital privado administrado por Bancolombia, con el fin de formalizar la creación de su vehículo inmobiliario bajo la marca “Viva Malls”. Así también el segmento de *retail* financiero sigue creciendo, Grupo Éxito formó alianza con Bancolombia para consolidar la Tarjeta Éxito y alianza de franquicia con MasterCard que le ha permitido brindar mayores opciones y beneficios a sus clientes, actualmente es líder en tarjeta de crédito en Colombia, con más de 2.4 millones de plásticos emitidos (Grupo Éxito, 2016).

En el primer trimestre del año 2017 Grupo Éxito presentó un sólido y resiliente resultado operacional, las compañías que se encuentran distribuidas en los cuatro países generaron un incremento en la participación del mercado. Las sinergias que implementaron continúan en evolución y crecimiento, lo cual ha permitido que obtengan una ganancia de 25 millones de dólares, igualando la cifra del año 2016. Para Grupo Éxito Colombia, las ventas alcanzaron 2,6 billones de dólares siendo la empresa del sector con mayores ventas en el

trimestre del 2017, sin embargo, su decrecimiento con respecto al sector fue de 1%, el cual se explica por la caída del consumidor en más de 44 puntos (24,3 en febrero de 2017 frente a 20,1 en marzo de 2016) afectado por una desaceleración en la economía. Pese a ello Grupo Éxito continuó implementando y consolidando diferentes estrategias comerciales (Grupo Éxito, 2017c).

2.2. Análisis de la estructura de capital

2.2.1. Estructura de capital óptima y análisis de riesgos

Besley y Brigham (2009) mencionaron que “la estructura óptima es aquella que ofrece un equilibrio entre riesgo y rendimiento para alcanzar la meta última de maximizar el precio de las acciones” (p. 487). Madura (2015) señaló que existe ventaja en usar deuda en lugar de capital accionariado ya que estas son deducibles de impuestos, sin embargo a mayor deuda, mayores intereses y mayor riesgo de incumplimiento de la deuda. En consecuencia, el rendimiento requerido por los accionistas aumentará para compensar el riesgo de quiebra. Al respecto, Brealy, Myers y Allen (2015) señalaron que es recomendable la holgura financiera para empresas en etapa de crecimiento siempre y cuando se esté dispuesto a usarla en nuevas inversiones u oportunidades. Además, Forsyth (2004) indicó que “cuando determinemos la estructura óptima de capital, debemos pensar en el capital estructural, permanente, que cubre las necesidades de mediano plazo en la empresa. Este capital incluye el patrimonio, la deuda financiera a largo plazo y a corto plazo” (p. 171).

Supermercados Peruanos. En el caso de SPSA, el saldo total de deuda financiera y del patrimonio neto fueron tomados de los estados financieros auditados del año 2016, siendo la deuda financiera de S/. 686 millones y el patrimonio neto de S/. 1,004 millones. La tasa del impuesto a la renta fue de 29.5%, el mismo que se mantiene vigente para el año 2017 según lo señalado por la Superintendencia de Administración Tributaria [SUNAT]. Adicionalmente se utilizó la Tabla 13 para considerar la clasificación de riesgo crediticio el cual indica el spread a usar según el ratio de cobertura, este spread es sumado al bono soberano peruano

cupón cero a 10 años mencionados en la Tabla 12, y como resultado se obtiene el costo de la deuda según los niveles de apalancamiento.

En la Tabla 12 se presenta los indicadores de mercado para el cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC, por sus siglas en inglés) que genere el máximo valor para la empresa, a través de diferentes estructuras financieras.

Con la información de la Tabla 13, se elaboró la Tabla 14 la cual presenta la escala de financiamiento con deuda financiera de 0% a 90%. El mínimo WACC obtenido que maximiza el valor de la empresa calculado fue de 8.55% el cual genera un valor de SPSA de S/. 2,538 millones. Los indicadores para este punto son: (a) un beta apalancado de 1.28, (b) un costo del accionista de 11.80% y (c) un costo de deuda según la clasificación crediticia de 6.71% y una estructura de capital óptima de 46% deuda y 54% patrimonio. Al 31 de diciembre de 2016 la empresa contó con 40.58% de deuda lo cual le da una tasa de financiación ponderada de sus deudas de 6.15% y un WACC de 8.72% siendo el valor de la empresa de S/. 2,503 millones de soles. Esta estructura es cercana a la óptima calculada en la Tabla 14.

Tabla 12

Indicadores de Mercado para el Cálculo del WACC de SPSA

Input de Valor	Valor	Detalle	Fuente
Beta desapalancado de la industria	0.80	Es aquella que no considera deuda, asumiendo que el capital es el total de los activos	Damodaran (2017)
Beta apalancada 2017	1.16	Es la beta desapalancada apalancada con la estructura financiera de Supermercados Peruanos (Beta desapalancado por uno más deuda financiera entre patrimonio a la cual se descuenta la tasa del impuesto)	Elaboración propia
Tasa de impuesto 2017 hacia adelante	29.50%	Modificación al impuesto a la renta mediante DL N° 1261	DL N° 1261
Deuda financiera 2017	38.80%	Deudas financieras entre deuda financiera más patrimonio	Elaboración propia
Patrimonio 2017	61.20%	Patrimonio entre deuda financiera más patrimonio	Elaboración propia
Prima de mercado (rm-rf)	5.69%	Es el incremento de los valores del mercado sobre la tasa libre de riesgo (EEUU)	Damodaran (2017)
Tasa libre de riesgo	3.0%	Es la tasa de libre riesgo ya que no tiene riesgo de incumplimiento, se toma el bono tesoro americano a 30 años.	BCR (Abril 2017)
Costo de Capital 2017	11.10%	Es la rentabilidad exigida por el accionista, consiste en la tasa libre de riesgo más el beta apalancado por la prima de mercado americano más el riesgo país.	Elaboración propia
Costo de la deuda 2017	6.21%	Es la rentabilidad exigida por terceros, consiste en la tasa del bono soberano cupón cero a 10 años más el spread de la clasificación de riesgos según el ratio de cobertura.	Elaboración propia
WACC 2017	8.49%	Weighted average cost of capital o costo de capital promedio ponderado es la proporción de deuda por el costo de la deuda sin el impuesto más la proporción de patrimonio por el costo del capital.	Elaboración propia
Riesgo País	1.53%	Es el riesgo inherente a un país con respecto a sus posibilidades de pago.	BCR (Abril 2017)
Bono soberano	5.71%	Bono soberano peruano cupón cero a 10 años.	SBS (Abril 2017)

Nota. Tomado de las fuentes indicadas para cada input.

Tabla 13

Relación de Ratio de Cobertura, Spread y Tasa de Financiamiento

Ratio Cobertura (EBIT/intereses)	Spread	SPSA(Kd)	Grupo Éxito (Kd)
0.2	12.00%	17.64%	18.62%
0.65	10.00%	15.64%	16.62%
0.8	8.00%	13.64%	14.62%
1.25	6.00%	11.64%	12.62%
1.5	4.00%	9.64%	10.62%
1.75	3.25%	8.89%	9.87%
2	2.50%	8.14%	9.12%
2.25	2.00%	7.64%	8.62%
2.5	1.50%	7.14%	8.12%
3	1.00%	6.64%	7.62%
4.25	0.85%	6.49%	7.47%
5.5	0.70%	6.34%	7.32%
6.5	0.50%	6.14%	7.12%
8.5	0.35%	5.99%	6.97%

Nota. O'Brien, J. (2015). Estructura Óptima de Capital. *Maestría en Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero IV. Finanzas Corporativas. Sesiones 11-12.*

Tabla 14

Estructura Óptima de Capital de Supermercados Peruanos (Expresado en Miles de S/.)

% de deuda D/(D+E)	0%	10%	20%	30%	40%	40.58%	46%	50%	60%	70%	90%
Deuda 2016	685,570										
Patrimonio 2016	1,004,061										
Patrimonio	1,689,631	1,520,668	1,351,705	1,182,742	1,013,779	1,004,061	912,401	844,816	675,852	506,889	168,963
Deuda	0	168,963	337,926	506,889	675,852	685,570	777,230	844,816	1,013,779	1,182,742	1,520,668
D/E	0.00	0.11	0.25	0.43	0.67	0.68	0.85	1.00	1.50	2.33	9.00
Impuesto	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
Beta desapalancado	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Beta apalancado	0.80	0.86	0.94	1.04	1.18	1.19	1.28	1.37	1.65	2.12	5.89
Ke	9.06%	9.42%	9.87%	10.44%	11.21%	11.26%	11.80%	12.28%	13.89%	16.57%	38.01%
Rf	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%
Beta	0.80	0.86	0.94	1.04	1.18	1.19	1.28	1.37	1.65	2.12	5.89
MRP	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%
Riesgo País	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%
WACC	9.06%	8.91%	8.77%	8.70%	8.62%	8.61%	8.55%	8.68%	9.66%	11.74%	13.77%
D / [D+E]	0%	10%	20%	30%	40%	41%	46%	50%	60%	70%	90%
E / [D+E]	100%	90%	80%	70%	60%	59%	54%	50%	40%	30%	10%
kd	0.00%	6.06%	6.21%	6.56%	6.71%	6.71%	6.71%	7.21%	9.71%	13.71%	15.71%
ke	9.06%	9.42%	9.87%	10.44%	11.21%	11.26%	11.80%	12.28%	13.89%	16.57%	38.01%
EBIT	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671
Intereses	0	10,245	20,997	33,270	45,374	46,026	52,180	60,942	98,474	162,196	238,951
(EBIT/intereses)	0	15	8	5	3	3	3	3	2	1	1
Valor de la empresa	2,431,410	2,463,662	2,491,984	2,507,276	2,524,173	2,525,537	2,538,440	2,510,491	2,313,057	1,952,424	1,661,444

Grupo Éxito. La estructura óptima de capital para el Grupo Éxito incorpora las operaciones de Colombia, Argentina y Uruguay. Utilizando la misma metodología que en SPSA, se consideró el saldo de la deuda financiera y del patrimonio neto reportados en los estados financieros auditados de la sociedad matriz al 31 de diciembre de 2016, COP 4'056,273 millones y COP 7'721,687 millones, respectivamente, adicionalmente se consideró el EBIT consolidado excluyendo la operación de Brasil COP 704,849 millones.

La estructura de capital óptima que maximiza el valor del Grupo Éxito está compuesta por un 25.2% de deuda y 74.80% de capital con un WACC de 10.01% y un valor empresa de COP 10'531,206 millones, tal como se observa en la Tabla 16.

Al 31 de diciembre de 2016 la estructura de capital presenta un 34.4% de deuda y un 65.6% de patrimonio, alcanzando un valor empresa de COP 10'448,647 millones, sin embargo, el WACC calculado de 10.27 % tiene en cuenta un costo de la deuda teórico de 9.87%. Al reemplazar el costo teórico de la deuda con el costo ponderado real de 8.22%, el WACC es de 9.89% y el valor empresa es de COP 10'384,180 millones.

Para el cálculo del WACC se utilizaron los inputs de valor descritos en la Tabla 15; para el costo de la deuda se utilizaron los spreads graficados en la Tabla 13 donde el costo de la deuda base es representado por la tasa de los TES a 10 años 6.62% que se extrae de la curva cero cupón de los títulos de deuda pública de Colombia (BANREP, 2017a). En referencia a los TES, se denomina así a los títulos de deuda pública doméstica emitidos por el gobierno de Colombia y administrados por el Banco de la República de Colombia (BANREP, 2017b).

Tabla 15

Indicadores de Mercado para el Cálculo del WACC de Grupo Éxito

Input de Valor	Valor	Detalle	Fuente
Beta desapalancada	0.93	Es la beta libre de deuda, para ello se utiliza la beta apalancada y se desapalanca en base a la estructura financiera de Éxito al cierre del 2016.	Damodaran (2017)
Beta apalancada Almacenes Éxito 2017	1.25	Es la beta ajustada de Bloomberg	Bloomberg Mayo 2017
Tasa de impuesto	34% para el 2017 y 33% para el 2018 en adelante	Modificación al impuesto a la renta mediante Ley 1819	Ley 1819
Deuda financiera 2017	34.44%	Deudas financieras entre deuda financiera más patrimonio	Elaboración propia
Patrimonio Contable 2017	65.56%	Patrimonio entre deuda financiera más patrimonio	Elaboración propia
Prima de mercado (rm-rf)	5.69%	Es la rentabilidad de mercado sobre la tasa libre de riesgo para USA	Damodaran (2017)
Tasa libre de riesgo	2.97%	Es la tasa libre riesgo ya que no tiene riesgo de incumplimiento, se toma el bono tesoro americano a 30 años.	BCR (Abril 2017)
Costo de capital 2017	12.00%	Es la rentabilidad exigida por el accionista, consiste en la tasa libre de riesgo más el beta apalancado por la prima de mercado más el riesgo país	Elaboración propia
TES a 10 años	6.62%	Las tasas de los TES a plazos de 1, 5 y 10 años son extraídas de la curva cero cupón de los títulos de deuda pública, denominados en moneda en pesos	Banco de la Republica - Colombia (21-04-2017)
Costo de la deuda 2017	7.62%	Es la rentabilidad exigida por el sistema bancario o mercado de capitales, consiste en la tasa TES a 10 años más el spread de la clasificación de riesgos según el ratio de cobertura.	Elaboración propia
WACC 2017	9.81%	Weighted average cost of capital o costo de capital promedio ponderado es la proporción de deuda por el costo de la deuda sin el impuesto más la proporción de patrimonio por el costo del capital.	Elaboración propia
Riesgo país ponderado	2.15%	Es el riesgo inherente a un país con respecto a no cumplir sus obligaciones de pago. Se pondera el riesgo país de Colombia, Argentina y Uruguay considerando la participación de cada país en el EBITDA 2016. (Colombia 1.98% * 73% + Argentina 4.17% * 7% + Uruguay 2.04% * 20%)	Ambito.com (27-04-2017)

Nota. Tomado de las fuentes indicadas para cada input; Grupo Éxito incorpora las operaciones de Colombia, Argentina y Uruguay.

Tabla 16

Estructura Óptima de Capital de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

	100%	90%	74.8%	70%	65.6%	65.6%	60%	50%	40%	30%	10%
% de deuda D/(D+E)	0%	10%	25.2%	30%	34.4%	34.4%	40%	50%	60%	70%	90%
Deuda 2016	4,056,273										
Patrimonio 2016	7,721,687										
Patrimonio	11,777,960	10,600,164	8,809,914	8,244,572	7,721,687	7,721,687	7,066,776	5,888,980	4,711,184	3,533,388	1,177,796
Deuda	0	1,177,796	2,968,046	3,533,388	4,056,273	4,056,273	4,711,184	5,888,980	7,066,776	8,244,572	10,600,164
D/E	0.00	0.11	0.34	0.43	0.53	0.53	0.67	1.00	1.50	2.33	9.00
Impuesto	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
Beta desapalancado	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93
Beta apalancado	0.93	1.00	1.13	1.19	1.25	1.25	1.34	1.54	1.85	2.36	6.44
Ke	10.40%	10.79%	11.58%	11.90%	12.24%	12.24%	12.73%	13.89%	15.63%	18.54%	41.78%
Rf	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%
Beta	0.93	1.00	1.13	1.19	1.25	1.25	1.34	1.54	1.85	2.36	6.44
MRP	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%
Riesgo País	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
WACC	10.40%	10.17%	10.01%	10.04%	10.27%	9.89%	11.50%	11.77%	13.63%	14.16%	15.24%
D / [D+E]	0%	10%	25%	30%	34%	34%	40%	50%	60%	70%	90%
E / [D+E]	100%	90%	75%	70%	66%	66%	60%	50%	40%	30%	10%
kd	0.00%	6.97%	8.12%	8.62%	9.87%	8.22%	14.62%	14.62%	18.62%	18.62%	18.62%
ke	10.40%	10.79%	11.58%	11.90%	12.24%	12.24%	12.73%	13.89%	15.63%	18.54%	41.78%
EBIT	704,849	704,849	704,849	704,849	704,849	704,849	704,849	704,849	704,849	704,849	704,849
Intereses	0	82,117	241,067	304,651	400,438	333,433	688,873	861,091	1,315,980	1,535,310	1,973,970
(EBIT/intereses)	0	8.58	2.92	2.31	1.76	2.11	1.02	0.82	0.54	0.46	0.36
Valor de la empresa	9,863,521	10,248,246	10,531,206	10,487,761	10,448,647	10,384,180	8,346,247	8,029,404	6,333,958	5,956,285	5,308,680

Nota. Grupo Éxito incorpora las operaciones de Colombia, Argentina y Uruguay

Análisis de Riesgos. Como parte del análisis de las empresas valuadas, es importante considerar los diferentes riesgos a las que pueden estar expuestas. Según lo señalado por Lara (2005) existen diferentes naturalezas de riesgo: a) riesgo de mercado, que surge por las diferencias en los precios de mercado; (b) riesgo de crédito, definido como la pérdida potencial causada por el incumplimiento de la contraparte; (c) riesgo de liquidez, asociado a la deficiencia que tiene un negocio para cubrir las operaciones; (d) riesgo legal, vinculado a errores en contratos u omisiones en documentos jurídicos; (e) riesgo operativo, asociado a fallas en las personas, procesos, sistemas, y eventos externos; y (f) riesgo de reputación, relacionado a eventos desfavorables que afectan el prestigio de la compañía como fraudes o errores, y que en consecuencia afectan sus ingresos y su valor.

Supermercados Peruanos. Giordano et al. (2017) mencionaron cuatro riesgos claves para considerar en el sector *retail*, en el caso específico de InRetail Perú Corp, los riesgos identificados son: (a) Desaceleración de la división de consumo, (b) Canibalización y deterioro de los márgenes con tiendas agresivas, (c) Moneda local con una tendencia a depreciarse y (d) Esfuerzos de las autoridades y los participantes del mercado para aumentar la liquidez resultan ineficaces.

Las notas a los estados financieros auditados del año 2016 de SPSA no refieren estos riesgos salvo el tipo de cambio, y además señala que los cambios tecnológicos, ambientales y de industria no son incluidos en las notas a los estados financieros auditados debido a que se manejan a través de un proceso de planificación estratégica.

Según lo señalado en los estados financieros auditados del año 2016 de SPSA, los riesgos a los que está expuesta la empresa son: (a) tipo de cambio, (b) crédito, (c) liquidez y (d) gestión de capital, los mismos que se desarrollan a continuación.

a) *Riesgo de tipo de cambio.* Al respecto, la gerencia de SPSA ha asumido el riesgo de tipo de cambio y en consecuencia no está realizando coberturas con instrumentos

financieros derivados; siendo el dólar estadounidense la única moneda por la que se encuentra expuesta. En la Tabla 17, se presenta un análisis de sensibilidad elaborado con información tomada del Informe Auditado 2016 de SPSA, presenta un ingreso neto por diferencia de cambio de S/. 10,864 miles, si el dólar se deprecia en 5% y de S/. 21,728 miles si el dólar se deprecia en 10%, asimismo, si el dólar se aprecia en 5% y 10% la pérdida neta por diferencia de cambio será de S/. 10,864 y S/. 21,728 miles, respectivamente.

b) Riesgo de tasas de interés. SPSA administra su riesgo de tasas de interés balanceando sus tasas de interés activas y pasivas, este proceso se basa en la experiencia de Gerencia.

Tabla 17

Análisis de Sensibilidad de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Detalle	Cambio en tasas de cambio	Ganancia/(pérdida) antes de impuestos
Depreciación		
Dólares	5%	10,864
Dólares	10%	21,728
Apreciación		
Dólares	5%	-10,864
Dólares	10%	-21,728

Nota. Tomado del Informe Auditado 2016 de SPSA

c) Riesgo de crédito. El informe auditado 2016 de SPSA señaló que con respecto a las cuentas por cobrar comerciales, no existen concentraciones de riesgo crediticio. La mayoría de ventas son generadas con tarjetas de crédito las cuales son convertidas en efectivo entre dos a siete días. Adicionalmente, la gerencia de administración y finanzas es responsable del riesgo de los instrumentos financieros y los depósitos bancarios de acuerdo a las políticas de la compañía. Cabe mencionar que los saldos de efectivo y equivalente de efectivo se encuentran en instituciones de calidad crediticia A+ y A.

d) Riesgo de liquidez. SPSA controla este riesgo a través del calce de los vencimientos de sus activos y pasivos, de la obtención de líneas de crédito o manteniendo excedentes de liquidez lo que permite a la compañía continuar con sus operaciones. La

gerencia está orientada a mantener fuentes de financiamiento a través de la disponibilidad de líneas de crédito.

e) *Riesgo de gestión de capital.* SPSA se protege en mantener una calificación de crédito sólida y ratios de capital saludables para maximizar el valor de los accionistas a través de una monitoreo constante de su capital mediante un ratio de endeudamiento de entre 60% y 75%, la metodología de este ratio consiste en sumar las deudas que devengan interés y las deudas que no lo hace menos el efectivo y equivalente de efectivo, el resultado es dividido entre el total de la deuda neta más el patrimonio tal como se presente en la Tabla 18.

Tabla 18

Ratio de Endeudamiento de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Detalle/Años	2016	2015
Obligaciones financieras	685,570	662,989
Cuentas por pagar comerciales, otras cuentas por pagar a partes relacionadas y otras cuentas por pagar	1,130,202	1,005,056
Menos: Efectivo y equivalentes de efectivo	(130,993)	(110,384)
Deuda neta	1,684,779	1,557,661
Patrimonio neto	1,004,061	933,306
Capital total y deuda neta	2,688,840	2,490,967
Índice de apalancamiento	63%	63%

Nota.

Grupo Éxito. Los estados financieros auditados del año 2016 del Grupo Éxito señalaron que la gestión integral de riesgos se desarrolla mediante dos niveles: una gestión a nivel estratégico y otra a nivel táctico. Como parte de la implementación de la gestión a partir del 2016 año, se incluyó un segundo nivel estratégico de gestión, la identificación y priorización de las tendencias más influyentes de cara al cumplimiento de los pilares estratégicos de la empresa.

Según lo señalado en los estados financieros auditados del año 2016 de Grupo Éxito, los riesgos a los que se encuentra expuesta la empresa son: (a) tipo de cambio, (b) tasa de interés (c) crédito, (d) liquidez y (e) precio de acciones.

Riesgo de tipo de cambio. La exposición de Grupo Éxito al riesgo de tasa de cambio se relaciona, en primer lugar, a las operaciones pasivas en moneda extranjera relacionadas con obligaciones de deuda de largo plazo, y con las actividades operativas del Grupo (cuando los ingresos y gastos se encuentran denominados en una moneda diferente de la moneda funcional), así como con inversiones netas de la Compañía en las subsidiarias del exterior. Grupo Éxito gestiona su riesgo de tasa de cambio por medio de instrumentos financieros derivados, como forward y swap, en los eventos en los que dichos instrumentos mitigan eficientemente la volatilidad.

Riesgo de tasas de interés. La exposición de Grupo Éxito al riesgo de tasa de interés se relaciona principalmente con las obligaciones de deuda que se encuentran pactadas con tasas de interés variables o indexadas a algún índice fuera del control del Grupo Éxito.

Riesgo de crédito. Grupo Éxito se encuentra expuesto al riesgo de crédito por sus actividades operativas, principalmente por sus deudores comerciales, y por sus actividades financieras, incluidos los depósitos en bancos e instituciones financieras y otros instrumentos financieros. El riesgo de crédito de los saldos de bancos y entidades financieras se gestiona a través de la dirección de liquidez y estructura de capital de la Matriz, y de acuerdo con la política corporativa definida para este propósito. Sin embargo el riesgo de crédito relacionado con las cuentas comerciales por cobrar, se encuentra considerado como un bajo riesgo porque gran parte de las ventas corresponden a ventas al contado (efectivo y tarjetas de crédito) y las financiaciones se hacen a través de convenios y acuerdos comerciales que reducen la exposición de riesgo.

Riesgo de liquidez. Grupo Éxito 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, con el fin de mantener el equilibrio entre la continuidad del negocio y el uso de las fuentes de

financiamiento a través de préstamos bancarios de corto y largo plazo de acuerdo a las necesidades.

Riesgo de precio de acciones. El objetivo principal de la gestión del capital de Grupo Éxito es maximizar el valor para el accionista. Para ello gestiona la estructura de capital y realiza los ajustes pertinentes en función de los cambios en las condiciones económicas y los requerimientos de las cláusulas financieras. A fin de mantener y ajustar su estructura de capital, Grupo Éxito también puede modificar los pagos de dividendos a los accionistas, reembolsarles capital o emitir nuevas acciones.

2.2.2. Esquema y análisis comparativo

La estructura de capital óptima de las empresas analizadas presenta diferencias significativas, SPSA puede mantener un porcentaje de deuda con respecto a la estructura de capital del 46% y Grupo Éxito solo un 25.2% tal como se presenta en la Tabla 19. A continuación se presentan las principales razones que explican estas diferencias:

- El costo de la deuda base descontando el efecto impositivo en Colombia es mayor en 34 puntos básicos con respecto a Perú, a mayor endeudamiento el costo de la deuda se aproxima más rápidamente al costo del patrimonio en Colombia.
- El EBIT de SPSA es el 9.39% del total de la estructura de capital, para el Grupo Éxito es el 5.75%, esto hace que para cualquier nivel de deuda los spreads del Grupo Éxito sean mayores.

Tabla 19

*Esquema y Análisis Comparativo de Estructura de Capital Óptima de Grupo Éxito**(Expresado en millones de COP) y SPSA (Expresado en Miles de \$/.)*

Indicador	Grupo Éxito	SPSA
Beta desapalancado	0.93	0.80
Prima de mercado	5.69%	5.69%
Tasa libre de riesgo	2.97%	2.97%
Riesgo País	2.15%	1.53%
Costo Deuda Base	6.62%	5.71%
Costo Deuda Base * (1-T)	4.37%	4.03%
% de deuda D/(D+E)	25%	46%
Patrimonio	8,809,914	912,401
Deuda	2,968,046	777,230
D/E	0.34	0.85
Impuesto	34.0%	29.5%
Beta desapalancado	0.93	0.80
Beta apalancado	1.13	1.28
Ke	11.58%	11.80%
Rf	2.97%	2.97%
Beta	1.13	1.28
MRP	5.69%	5.69%
Riesgo País	2.15%	1.53%
WACC	10.01%	8.55%
D / [D+E]	25%	46%
E / [D+E]	75%	54%
kd	8.12%	6.71%
ke	11.58%	11.80%
EBIT	704,849	158,671
Intereses	241,067	52,180
(EBIT/intereses)	2.92	3.04
Valor de la empresa	10,531,206	2,538,440

Nota. Grupo Éxito incorpora las operaciones de Colombia, Argentina y Uruguay

2.3. Análisis de capital de trabajo

2.3.1. Óptimos de capital de trabajo.

Court (2012) señaló que la gestión financiera a corto plazo se encuentra vinculada con la toma de decisiones de la gerencia financiera. Se debe decidir sobre: (a) la composición, (b) la utilización, (c) el costo, y (d) los medios a utilizar. Uno de los objetivos es disminuir el Ciclo de conversión de efectivo (CCE) debido a que con ello los flujos de efectivo aumentan, incrementando así el valor de la empresa en el mercado. El CCE se puede reducir mediante: (a) reducción del periodo de conversión del inventario, (b) disminución del

periodo de cuentas por cobrar, y (c) incremento del periodo de cuentas por pagar. Según Apaza (2013) la gestión de las cuentas por cobrar puede ser una de las más críticas para la empresa, y por consiguiente la eficiencia depende de la evaluación en los créditos otorgados.

Supermercados Peruanos. Para la determinación del capital de trabajo de SPSA se sumaron los saldos de las Cuentas por Cobrar con los saldos de la Cuenta de Inventarios y se restaron los saldos de las Cuentas por pagar comerciales, ambos saldos fueron tomados de los Estados Financieros Auditados 2016 de SPSA. Como se puede ver en la Tabla 39 el período promedio de cobranza es de tres días ya que los clientes pagan al contado, el período promedio de permanencia de inventarios en almacén es de 57 días y el período promedio de cuentas por pagar comerciales de 107 días. Asimismo, como se indica en la Tabla 20, se puede confirmar que no se necesita financiamiento a corto plazo ya que el capital de trabajo genera recursos que financian los días de demora en cuentas por cobrar y la permanencia en almacén de los inventarios.

Tabla 20

Proyección de Capital de Trabajo de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Indicador/ Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cuentas por cobrar	35,248	43,375	46,392	49,619	53,070	56,761	60,709	64,932	69,448	74,279	79,446	81,034
Inventarios	504,076	530,574	567,479	606,951	649,169	694,322	742,617	794,271	849,517	908,607	971,806	991,242
Cuentas por pagar	939,056	994,082	1,063,227	1,137,181	1,216,280	1,300,880	1,391,364	1,488,143	1,591,652	1,702,362	1,820,772	1,857,188
Fondo de maniobra	(399,732)	(420,133)	(449,356)	(480,612)	(514,041)	(549,796)	(588,038)	(628,940)	(672,687)	(719,476)	(769,520)	(784,911)
Capital de trabajo		(20,401)	(29,223)	(31,256)	(33,430)	(35,755)	(38,242)	(40,902)	(43,747)	(46,790)	(50,044)	(15,390)

Grupo Éxito. Respecto a Grupo Éxito y como es usual en el negocio *retail*, el capital de trabajo es financiado por terceros, lo cual implica que el Grupo no debe invertir dinero en la operativa del negocio. En la Tabla 21 se muestran los días de cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar resultando un ciclo de conversión de efectivo negativo, estos ratios son calculados a partir de la información financiera que considera únicamente la matriz. En las proyecciones se espera no tener más de siete días de cuentas por cobrar, al

tener ventas minoristas la principal cuenta por cobrar son los flujos canalizados por las tarjetas de crédito. Los días de inventario muestran una reducción importante en el tiempo, pasando de 56 días en el 2014 a 45 días en el 2016, se considera que se alcanzó una eficiencia en la gestión de inventarios que debería mantenerse en el tiempo. Los días de cuentas por pagar en el 2016 son de 125 días lo que representa un incremento de seis días con respecto al 2014, el informe de resultados financieros 4T 2016 indicó “Las compras conjuntas han representado ahorros a nivel del costo, y la compañía también mejoró sus términos de negociación con multinacionales de primer nivel de alimentos y no alimentos” (Almacenes Éxito, 2017, p.14).

Tabla 21

Ratios de Capital de Trabajo de Almacenes Éxito de Colombia

Indicador / Año	2014	2015	2016	Óptimo
Rotación de Cuentas por Cobrar	60.18	48.40	50.35	
Rotación de Inventarios	6.41	7.00	7.94	
Rotación de Cuentas por Pagar	3.03	3.19	2.88	
Días de Cuentas por Cobrar	6	7	7	7
Días de Inventario	56	51	45	45
Días de Cuentas por Pagar	119	113	125	125
Días de conversión de caja	-57	-54	-72	-72

En la Tabla 22 se proyectan las necesidades de capital de trabajo de Grupo Éxito incluyendo las operaciones de las subsidiarias de Argentina y Uruguay, para el año 2017 los acreedores financiarán las actividades operativas de Grupo Éxito hasta COP 1'736,816 millones y para el 2026 ascenderá a COP 3'062,992 millones.

Tabla 22

Proyección de Capital de Trabajo de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Indicador / Año	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cuentas por Cobrar	319,896	341,351	364,246	388,676	414,745	442,562	472,245	503,919	537,717	573,782
Inventario	2,028,310	2,164,350	2,309,514	2,464,415	2,629,705	2,806,081	2,994,287	3,195,116	3,409,415	3,638,087
Cuentas por Pagar	4,085,021	4,359,006	4,618,195	4,927,941	5,258,461	5,611,150	5,987,494	6,389,079	6,817,600	7,274,861
Capital de Trabajo	(1,736,816)	(1,853,306)	(1,944,435)	(2,074,850)	(2,214,011)	(2,362,507)	(2,520,962)	(2,690,045)	(2,870,468)	(3,062,992)

Nota. Grupo Éxito incorpora las operaciones de Colombia, Argentina y Uruguay

2.3.2. Planeamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo.

Ross et al. (2010) indicaron que la magnitud de la inversión de la empresa en el activo circulante y su financiamiento se asocia a la política financiera a corto plazo de la empresa. Una política financiera flexible a corto plazo con respecto al activo circulante se caracteriza por tener medidas como: (a) mantener grandes saldos de efectivo y valores negociables; (b) grandes inversiones en inventarios; y (c) otorgar créditos liberales, lo cual genera altos niveles de cuentas por cobrar. Según Court (2012) indicó que existen tres políticas de financiación del activo corriente: (a) alto riesgo, asociado al calce del valor de activos y pasivos, lo cual no siempre ocurre conforme a lo planificado; (b) mediano riesgo, en la cual se financian activos fijos con deuda a largo plazo y parte del activo corriente permanente con deuda a corto a plazo ya que esta deuda es más barata que la deuda a largo plazo siempre y cuando, dependiendo del riesgo que tenga asociado; y (c) la política conservadora.

Supermercados Peruanos. Como se menciona en el punto anterior, SPSA maneja excedentes de liquidez, por lo tanto no requiere financiamiento a corto plazo, ya que el capital de trabajo es financiado por las cuentas por pagar comerciales debido a que se tiene más días para pagar a proveedores (ver Tabla 39). Asimismo, como se puede apreciar en el estado de situación financiera proyectado (Ver Apéndice D) los saldos finales de caja son crecientes en las proyecciones manteniendo un porcentaje de 3.1% de las ventas.

Grupo Éxito. Respecto al Grupo Éxito, no presenta necesidades de capital de trabajo debido a que la totalidad de sus requerimientos son financiados con sus acreedores comerciales, sin embargo, de cara a reducir el costo del financiamiento y a enfrentar necesidades de CAPEX inmediatas podría mantener un porcentaje del total de la deuda en corto plazo comportándose como una línea revolvente. Se ha considerado que hasta un 10%

del total de la deuda puede ser financiada a corto plazo, con ello se necesitaría un mínimo de COP 366,986 millones y un máximo de COP 498,248 millones para el periodo de evaluación de 10 años como se presenta en la Tabla 23.

Tabla 23

Deuda de Corto Plazo Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Indicador / Año	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Deuda Total	3,669,864	3,804,500	3,750,014	3,769,837	3,670,527	3,900,506	4,207,829	4,321,023	4,634,417	4,982,476
Deuda Corto Plazo	366,986	380,450	375,001	376,984	367,053	390,051	420,783	432,102	463,442	498,248

Nota. Grupo Éxito incorpora las operaciones de Colombia, Argentina y Uruguay

2.3.3. Esquema y análisis comparativo

Respecto a la gestión de capital de trabajo a diciembre de 2016, Grupo Éxito matriz es más eficiente que SPSA. En la Tabla 24, se presenta la información comparativa y se observa que a nivel de días de cuentas por cobrar no se muestran diferencias significativas; a nivel de días de inventario, Grupo Éxito matriz tiene 13 días menos debido a que tiene un centro de distribuciones más especializadas y recibe una atención a medida por parte de sus proveedores. Respecto al número de días de cuentas por pagar Grupo Éxito matriz logra tener mejores negociaciones con sus proveedores, fruto de ello son las negociaciones regionales que lograron con determinados proveedores estratégicos. Otro factor que explica las diferencias en días de inventario y cuentas por pagar a favor de Grupo Éxito matriz es el componente de marcas propias dentro del portafolio de productos ofrecidos, el proceso de maquila permite tener mayor poder de negociación con proveedores lo cual impacta con mayores días de pago y menores inventarios que se logran trasladar el productor. En consecuencia, Grupo Éxito matriz logra convertir en efectivo sus ventas 25 días más rápido que SPSA.

Tabla 24

Comparativo de Capital de Trabajo entre Almacenes Éxito Colombia y SPSA a diciembre de 2016

Indicador / Año	Grupo Éxito	SPSA
Días de Cuentas por Cobrar	7	3
Días de Inventario	45	58
Días de Cuentas por Pagar	125	109
Días de conversión de caja	-72	-47

2.4. Análisis de Valor

2.4.1. Inputs de valor

Los factores o impulsores de valor de las acciones de una empresa provienen de su capacidad para generar dinero para los propietarios. Por tanto, el método más apropiado para valorar una empresa es el flujo descontado. De acuerdo con lo mencionado, Fernández (1998) enumeró los siguientes métodos para la valoración de empresas por descuento de flujos: (a) Flujos para las acciones descontados a la rentabilidad exigida a las acciones, (b) Free cash flow descontado al WACC, (c) Capital cash flow descontados al WACC antes de impuestos, (d) adjusted present value (APV), (e) Free cash flows ajustados al riesgo del negocio y descontado a la rentabilidad exigida a los activos, (f) Cash flows disponibles para las acciones ajustado al riesgo del negocio y descontado a la rentabilidad exigida a los activos, (g) beneficio económico descontado a la rentabilidad exigida a las acciones, (h) EVA (economic value added) descontado al WACC, (i) Free cash flows ajustados y descontados a la tasa libre de riesgo, y (j) Cash flows disponibles para las acciones ajustadas y descontadas a la tasa libre de riesgo (Fernández, 1998).

A continuación se presenta un análisis de los inputs de valor tomados en el proceso de valorización de las empresas analizadas: SPSA y Grupo Éxito.

En la estimación de la proyección de los ingresos se han utilizado los siguientes inputs de valor:

Ratio de ingresos por ventas sobre metros cuadrados de las tiendas. Es un indicador clave en el sector *retail*, se usa para medir la rentabilidad de las tiendas.

Supermercados Peruanos. Como se observa en la Tabla 25 en el año 2016 SPSA presentó una caída en la variación del 0.8% con respecto al año 2015. Para este ratio se ha tomado el promedio de los últimos cuatro años multiplicado por la inflación de dos por ciento anual como tasa de crecimiento de precios, la cual se tomará como un incremento constante en la proyección para los 10 años siguientes. El porcentaje de inflación se ha tomado de la inflación meta del Banco Central de Reserva del Perú mencionada anteriormente.

Tabla 25

Ratio de Ingresos por Ventas sobre Metros Cuadrados de Tiendas de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Variables	2013	2014	2015	2016	Promedio
Ventas/Metros cuadrados	13.37	13.93	14.05	13.94	13.82
% variación		4.14%	0.87%	-0.80%	

Nota. Adaptado de la Memoria 2016 de Supermercados Peruanos

Grupo Éxito. Como se observa en la Tabla 26, para Grupo Éxito se utilizó el ratio de ventas entre metros cuadrados del año 2016*, el mismo que corresponde a la información del Grupo Éxito Consolidado sin considerar a Brasil, la venta ascendió a COP 14.40 millones por m², utilizado como precio base para la valoración. El crecimiento de la venta por metro cuadrado tiene varios componentes, siendo los principales, la maduración de las tiendas y el Índice de precios al consumidor (IPC). Para el análisis, el crecimiento de venta por metro cuadrado tiene en consideración el IPC de Colombia por ser el país que en el año 2016 concentró el 75% de las ventas (considerando como ventas totales las de Colombia, Uruguay y Argentina), el Banco de la Republica de Colombia afirmó que la meta de inflación a largo plazo es de 3% con un límite inferior de 2% y un límite superior de 4% (BANREP, 2015). En la valoración el crecimiento de la venta por metro considera la inflación meta de 3% propuesta por la autoridad monetaria.

Tabla 26

Ratio de Ventas sobre Metros Cuadrados de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Indicador / Año	2014	2015	2016	2016*
Ventas (expresado en millones de COP)	9,758,680	10,535,419	11,266,801	15,094,595
Metros cuadrados	818,132	846,452	850,734	1,048,084
Ventas / Metros cuadrados (expresado en millones de COP)	11.93	12.45	13.24	14.40
IPC Colombia	3.66%	6.77%	5.75%	

Nota. 2016* = corresponde a la información del Grupo Éxito Consolidado sin considerar a Brasil; los años 2014, 2015 y 2016 corresponden a Almacenes Éxito Colombia

Crecimiento de metros cuadrados

Supermercados Peruanos. Respecto a SPSA, se ha tomado la tasa de incremento del último año debido a que se puede apreciar una tendencia a la baja conforme a lo señalado en la Tabla 27. Se presenta un incremento de metros cuadrados de 4.86%, el cual se tomará como un incremento constante para la proyección de 10 años. En consecuencia, la proyección de los ingresos es el resultado de la multiplicación de las ventas por metro cuadrado por el total de metros cuadrado por año.

Tabla 27

Crecimiento de Metros Cuadrados de Tiendas de SPSA

Variables	Tasas	2012	2013	2014	2015	2016
Metros cuadrados		224,985	248,609	269,718	290,194	304,293
Tasa por año			10.50%	8.49%	7.59%	4.86%
Tasa último año	4.86%					

Grupo Éxito. Respecto al Grupo Éxito, el crecimiento de metros cuadrados considera el promedio desde el año 2013 hasta el año 2016 teniendo en cuenta únicamente los metros cuadrados de Colombia, la valuación considera un crecimiento del 3.60 % en los metros cuadrados para los próximos 10 años, como se observa en la Tabla 28.

Tabla 28

Crecimiento de Metros Cuadrados de Almacenes Éxito de Colombia

Indicador / Año	2013	2014	2015	2016
Total metros cuadrados	758,041	818,132	846,452	850,734
Crecimiento metros cuadrados	2.50%	7.93%	3.46%	0.51%
Promedio				3.60%

Costo de Ventas.

Supermercados Peruanos. La Tabla 29 indica que durante los últimos cuatro años, desde el año 2013 hasta el año 2016 el ratio de costo de ventas sobre ventas ha presentado poca variación. Por ello, para la proyección de los siguientes 10 años, se tomó el promedio de estos ratios de los últimos cuatro años.

Tabla 29

Ratio de Costo de Ventas de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Indicador/Año	2013	2014	2015	2016
Ventas	3,325,104	3,756,624	4,076,984	4,240,983
Costo de ventas	2,479,677	2,794,002	3,012,490	3,110,643
Ratio (Costo de ventas/Ventas)	74.57%	74.38%	73.89%	73.35%

Nota. Adaptado de los Estado Financiero Auditado de 2016 de Supermercados Peruanos

Grupo Éxito. En la Tabla 30 se presenta el ratio de costo de ventas como porcentaje de las ventas, para la evaluación de los años 2017 y 2018 se considera el ratio reportado en el 2016* que es 73.12%. A partir del 2019 se utilizará 72.60%, ratio que permite mantener el margen EBITDA entre 7.46% y 7.72%.

Tabla 30

Ratio de costo de ventas Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Indicador / Año	2014	2015	2016	2016*
Ventas	9,758,680	10,535,419	11,266,801	15,094,595
Costo de Ventas	7,394,406	7,996,657	8,557,793	11,037,393
Ratio (Costo de Ventas / Ventas)	75.77%	75.90%	75.96%	73.12%

Nota. 2016* = corresponde a la información del Grupo Éxito Consolidado sin considerar a Brasil; los años 2014, 2015 y 2016 corresponden a Almacenes Éxito Colombia

Gastos Operativos.

Supermercados Peruanos. Los gastos operativos de SPSA incluyen los gastos de ventas, administración y de distribución, no incluyen depreciación ni amortización. Como se observa en la Tabla 31, existe una tendencia creciente de los gastos operativos, por este motivo se ha tomado el ratio de gastos operativos entre ventas del último año que es 20.12% que será multiplicado por los ingresos totales de la proyección a 10 años.

Tabla 31

Ratio de Gastos Operativos de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Indicador/Año	2013	2014	2015	2016
Ventas	3,325,104	3,756,624	4,076,984	4,240,983
Gastos operativos	635,090	732,528	799,392	853,432
Ratio (Gastos operativos/Ventas)	19.10%	19.50%	19.61%	20.12%

Nota. Tomado de Estados Financieros Auditado del 2016 de Supermercados Peruanos

Grupo Éxito. Como se observa en la Tabla 32, los principales gastos operativos están compuestos por los gastos de distribución, los gastos de administración y venta; estos incluyen depreciación y amortización. El ratio utilizado para el primer año de análisis ascendió a 22.21% reportado en el 2016*, a partir del segundo año producto de las sinergias encontradas el ratio mejorará a 21.40% lo cual contribuye a alcanzar el margen EBITDA target del compañía, situado históricamente entre 7.5% y 8%.

Tabla 32

Ratio de Gastos Operativos de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Indicador / Año	2014	2015	2016	2016*
Ventas (expresado en millones de COP)	9,758,680	10,535,419	11,266,801	15,094,595
Gastos Operativos	1,808,741	2,002,823	2,239,542	3,352,353
Gastos Operativos / Ventas	18.53%	19.01%	19.88%	22.21%

Nota. 2016* = corresponde a la información del Grupo Éxito Consolidado sin considerar a Brasil; los años 2014, 2015 y 2016 corresponden a Almacenes Éxito Colombia

Impuestos.

Supermercados Peruanos. La tasa del impuesto a la renta del año 2017 hacia adelante será de 29.5% según lo señalado en el Decreto Legislativo N° 1261 publicado en el

Diario Oficial El Peruano el sábado 10 de diciembre de 2016 con el objetivo de ampliar la base tributaria (DL N°1261, 2016).

Grupo Éxito. Para el caso de Colombia, el 29 de diciembre del 2016 se decretó la reforma tributaria con la Ley N° 1819 en la que se determinó que la tasa impositiva para el año 2017 será de 34% y del 33% para el año 2018 y en adelante (Ley N°1819, 2016).

Inversiones en bienes de capital [CAPEX].

Supermercados Peruanos. Este indicador contiene las inversiones en activos fijos referidos a las tiendas y las inversiones en intangibles referidas a tecnologías de la información de SPSA. El CAPEX por metro cuadrado ha sido estimados al sumar todas las inversiones en bienes de capital de los últimos cuatro años, desde el año 2013 hasta el año 2016, y dividirlo, entre la suma de los nuevos metros cuadrados de los mismos años, obteniéndose un CAPEX por metro cuadrado de S/. 11.27 miles como se observa en la Tabla 33.

Tabla 33

CAPEX - Activo Fijo entre Metros Cuadrados de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Indicador/Año	2013	2014	2015	2016	Acumulado
CAPEX	196,311	186,771	219,586	291,055	893,723
Nuevos metros cuadrados	23,624	21,109	20,476	14,099	79,308
CAPEX por metro cuadrado					11.27

Para determinar el CAPEX de las nuevas inversiones, se ha considerado este costo de CAPEX por metro cuadrado, y se ha multiplicado por la proyección de metros cuadrados, mencionados en el input de valor mencionado anteriormente.

Respecto el CAPEX de intangibles de SPSA se tomó el promedio de crecimiento de los últimos cuatro años, desde el año 2013 hasta el año 2016, como se presenta en la Tabla 34, obteniéndose 6.06% como tasa de crecimiento de intangibles para determinar la inversión en intangibles en la proyección de 10 años.

Tabla 34

CAPEX - Intangible entre Metros Cuadrados de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Indicador/Año	2013	2014	2015	2016	Promedio
Intangibles brutos	111,242	115,879	121,172	132,598	
Crecimiento Intangibles		4.17%	4.57%	9.43%	6.06%

Grupo Éxito. El CAPEX se estimó en función a la inversión total en expansión de tiendas entre el total de nuevos metros cuadrados acumulados en los últimos cinco años, en la Tabla 35 se observa que el CAPEX necesario para cada metro cuadrado adicional asciende a COP 10.11 millones. A partir del año 2017 el CAPEX por metro cuadrado crece a inflación, 3% al año durante el periodo de evaluación.

Tabla 35

CAPEX - Activo Fijo entre Ventas de Almacenes Éxito de Colombia (Expresado en Millones de COP)

Indicador / Año	2012	2013	2014	2015	2016	Acumulado
Capex orgánico	429,510	420,734	473,310	481,000	563,000	
Porcentaje expansión	71%	68%	84%	72%	70%	
Capex expansión	304,952	286,099	397,580	346,320	394,100	1,729,052
Nuevos metros cuadrados	44,557	18,502	60,091	28,320	19,500	170,970
Capex por metro cuadrado						10.11

Depreciación del activo fijo.

Supermercados Peruanos. El cálculo de la depreciación de SPSA utilizada en la valorización, se obtuvo al dividir el saldo de la Depreciación Acumulada entre el saldo del Activo Fijo de SPSA, tomados de los estados financieros auditados 2016 de SPSA; con ello se obtuvo un ratio de 26.33%. Este porcentaje se utilizó en el activo fijo acumulado proyectado de la valoración que contiene las nuevas inversiones en CAPEX.

Grupo Éxito. Se considera que todo el CAPEX invertido en Grupo Éxito tiene la distribución que se muestra en la Tabla 36, y la depreciación sigue los porcentajes de la Tabla

37. Finalmente en la Tabla 38 se presenta el resumen del total activo fijo y depreciación resultado de las consideraciones realizadas líneas arriba.

Tabla 36

Distribución del Activo Fijo Bruto de Almacenes Éxito de Colombia

Concepto	CAPEX
Terrenos	21%
Edificios y Otras construcciones	33%
Maquinaria y equipo	18%
Muebles y Enseres	11%
Activos en construcción	5%
Mejoras a propiedades ajenas	8%
Flota y equipo de transporte	0%
Equipo de cómputo	4%
Otras	0%
Total CAPEX	100%

Tabla 37

Depreciación según Activo de Almacenes Éxito de Colombia

Concepto	Depreciación
Edificios y Otras construcciones	3%
Maquinaria y equipo	10%
Muebles y Enseres	10%
Activos en construcción	10%
Mejoras a propiedades ajenas	13%
Flota y equipo de transporte	20%
Equipo de cómputo	20%
Otras	5%

Tabla 38

Movimiento de Activo Fijo y Depreciación de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Concepto / Año	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total Activo Bruto	3,880,396	4,440,062	5,060,597	5,722,752	6,429,317	7,183,273	7,987,797	8,846,281	9,762,344	10,739,848
Total Depreciación Acumulada	526,354	757,944	1,046,105	1,362,206	1,700,429	2,080,820	2,469,242	2,897,791	3,282,617	3,706,977
Total Depreciación Ejercicio	253,455	288,162	316,101	338,223	380,392	388,422	428,549	384,826	424,360	471,213
Total Activo Neto	3,100,587	3,393,957	3,698,391	4,022,323	4,348,497	4,714,031	5,090,006	5,563,664	6,055,367	6,561,658

Nota. Grupo Éxito incorpora las operaciones de Colombia, Argentina y Uruguay

Inversiones en capital de trabajo. Este input de valor está basado en las partidas del balance general de cuentas por cobrar, cuentas por pagar comerciales e inventarios.

Cuentas por cobrar comerciales. Esta partida ha sido evaluada según el período promedio de cobro [PPC], el cual indica el promedio de días que se demora la empresa en cobrar a sus clientes. Para obtener este cálculo se divide el saldo de ventas entre el saldo de cuentas por cobrar comerciales, y se obtiene la rotación de cuentas por cobrar.

Posteriormente, se divide los 360 días del año entre la rotación de cuentas por cobrar para obtener cuantos días en promedio se demora en cobrar en el año.

Supermercados Peruanos. En la Tabla 39 se presenta que los últimos cuatros años, desde el 2013 hasta el 2016, SPSA tiene un promedio de cuentas por cobrar comerciales de tres días, este PPC ha sido utilizado para la proyección de cuentas por cobrar de los 10 años proyectados.

Tabla 39

Ratio de períodos promedio de SPSA

Variable	Fórmula	2013	2014	2015	2016	Promedio
Rotación de inventarios	Costos de ventas / inventario	6.76	5.99	6.25	6.17	
PPI	360 / rotación de inventarios	53.29	60.09	57.65	58.34	57.34
Rotación de cuentas por cobrar	ventas / cuentas por cobrar	77.53	94.23	148.25	120.32	
PPC	360/ rotación de cuentas por cobrar	4.64	3.82	2.43	2.99	3.47
Rotación de cuentas por pagar	Costo de ventas / cuentas por pagar	3.19	3.45	3.47	3.31	
PPP	360/ rotación de cuentas por pagar	112.87	104.45	103.74	108.68	107.43

Cuentas por pagar comerciales. Esta partida ha sido evaluada según el período promedio de pago [PPP], el cual indica el promedio de días que se demora la empresa en pagar a sus proveedores, para obtener el PPP se divide el costo de ventas entre las cuentas por pagar comerciales, y se obtiene como resultado la rotación de cuentas por pagar.

Posteriormente, se divide los 360 días del año entre la rotación de cuentas por pagar para obtener el número días en promedio que se demora en pagar en el año.

Supermercados Peruanos. Conforme al promedio calculado de los últimos cuatro años, desde el año 2013 hasta el año 2016, SPSA tiene un promedio de 107 días de PPP, como se observa en la Tabla 39. Este PPP promedio ha sido utilizado en la proyección de la valorización de SPSA durante los próximos 10 años.

Inventarios. Esta partida ha sido evaluada según el período promedio de inventario [PPI], el cual indica el promedio de días que las existencias permanecen en inventarios hasta su venta, para obtener este indicador se divide el saldo de costo de ventas entre el saldo de inventarios, obteniendo como resultado la rotación de inventarios durante el año.

Posteriormente, se divide los 360 días del año entre la rotación de inventarios para obtener el número de días promedio en que permanecen los inventarios en almacén.

Supermercados Peruanos. Conforme al promedio calculado de los últimos cuatro años, desde el año 2013 hasta el año 2016, SPSA tiene un promedio de 57 días de PPI, como se observa en la Tabla 39. Este PPI promedio ha sido utilizado en la proyección de la valorización de SPSA durante los próximos 10 años.

Grupo Éxito. Respecto a la estimación del capital de trabajo de Grupo Éxito se propone utilizar la información reportada en el capítulo 2.3.1, en la Tabla 21, con lo cual se espera mantener: siete días de PPC, 45 días de PPI y 125 días de PPP.

Valor de perpetuidad. El valor terminal o valor de perpetuidad representa los flujos de caja posteriores al último año de la proyección, llamado período explícito, asumiendo que la empresa continuará sus operaciones indefinidamente, este valor es calculado en base a una tasa de crecimiento [g] que es considerada constante para el período explícito. Según Realp J. (2009), la tasa de crecimiento g considera que el crecimiento de las ventas a largo plazo es inferior al PBI nominal y viene acompañado por una reducción paulatina de márgenes. El autor añadió que en términos generales, g suele estar entre 0% y 2%. En el estudio realizado por Rotkowski y Clough (2013) se mencionó que no es realista asumir que las empresas crecerán de forma positiva o negativa por siempre, especialmente si las tasas de crecimiento son mayores a la tasa de inflación proyectada, ya que implícitamente proyectan que la compañía crecerá a un tamaño infinito sobre un tiempo infinito.

Supermercados Peruanos. Para la valorización de SPSA, se ha tomado una tasa g de 2% considerando el rango inflacionario meta a largo plazo del banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2017), de esta forma se le da más peso al período implícito cuya tasa de crecimiento es mayor. En consecuencia, para el cálculo de la perpetuidad se tomó la suma del flujo de caja del año 2027 normalizado, en ese sentido, se utilizó la tasa de la perpetuidad de 2% para hacer crecer las ventas, la depreciación y el capital de trabajo de éste año entre la diferencia de la tasa de descuento de ese período menos la tasa de crecimiento.

Grupo Éxito. La tasa de la perpetuidad en la valorización del Grupo Éxito es 3%, este valor considera el mínimo valor del dinero en el tiempo. Este valor es representado por la meta de inflación, para los flujos a perpetuidad se considera únicamente un CAPEX de mantenimiento por lo que a una compañía que conserva su capacidad de generar flujo por lo menos debería crecer a inflación.

Tasa WACC.

Supermercados Peruanos y Grupo Éxito. La tasa WACC para SPSA y para Grupo Éxito ha sido calculada diferenciadamente para cada año debido a que la estructura de financiación es diferente para cada año. Estos estimados, han sido aplicados al flujo de caja libre de ambas empresas y se han utilizado los inputs de la Tabla 12 y Tabla 15, respectivamente.

Para el cálculo del WACC de ambas empresas, se ha multiplicado el costo de capital del accionista por su proporción de financiamiento más la multiplicación del costo de la deuda deducido el impuesto a la renta por su proporción de financiamiento. El costo de capital del accionista [K_e] ha sido determinado mediante el modelo (CAPM) que implica la multiplicación del beta apalancado, según la proporción de deuda con respecto al patrimonio, por la prima de riesgo de mercado [MRP] a este resultado se le adiciona el riesgo país más la tasa de libre de riesgo. El costo de deuda [K_d] ha sido determinado considerando los ratios de

coberturas de la Tabla 13. El Kd es el resultado de sumar el spread más el bono soberano peruano cupón cero a 10 años en moneda nacional para SPSA y la TES a 10 años para Grupo Éxito

2.4.2. Valorización de la empresa

Supermercados Peruanos. Para la valorización de SPSA se utilizó el método de flujo de caja libre descontado, para lo cual se proyectó el Flujo de Caja Libre a 10 años, del 2017 al 2026, tomando como información los Estados Financieros de Auditados de SPSA de los últimos cuatro años (del año 2013 al año 2016) publicados en el portal web de la Superintendencia del Mercado de Valores y en Bloomberg.

Se proyectaron los estados financieros tomando en cuenta las necesidades de capital de trabajo, la inversión en CAPEX requerida y la deuda necesaria para el financiamiento de las nuevas inversiones. Posteriormente se calculó el WACC que es el resultado de promediar el costo de la deuda y el costo de los accionistas ponderados por sus respectivas participaciones en la estructura de financiamiento de la empresa conforme a lo mencionado en la sección 2.4.1. Inputs de valor. Para el cálculo de la perpetuidad se tomó la suma del flujo de caja del año 2027 normalizado, en ese sentido, se utilizó la tasa de la perpetuidad de 2% a la vez se utilizó como tasa de inflación meta para hacer crecer las ventas, la depreciación y el capital de trabajo de éste año. El CAPEX en el año 2027 tendrá el mismo valor de la depreciación asumiéndose que a partir del año 11 solo se necesitará CAPEX de mantenimiento. Se utilizó un WACC por año para descontar los flujos de caja libre proyectados y para calcular el valor presente de los mismos, luego se sumaron para obtener el valor presente de la compañía el cual ascendió a S/. 2,503 millones de soles. Posteriormente, descontando la deuda financiera y sumando el saldo de efectivo y equivalente de efectivo al 31 de diciembre de 2016 se obtuvo un valor para el accionista o valor patrimonial de S/. 1,949 millones de soles. Debido a que se cuenta con 320,333 miles de acciones de capital y

389,445 miles de acciones en circulación el valor de cada acción es de S/. 2.75 por acción, es importante señalar que existen acciones pendientes de emisión, las cuales no se están considerando para los cálculos (Ver Tabla 40).

Grupo Éxito. La valorización de Grupo Éxito se realizó en dos etapas, en la primera etapa (Ver Tabla 41) se valorizó la matriz Colombia y las dos subsidiarias en las cuales tiene el 100% del accionariado: Uruguay y Argentina. Para esta primera etapa se utilizó el método del flujo de caja libre, descontando los flujos proyectados desde el año 2017 hasta al año 2026. Para el cálculo de la perpetuidad se proyectó un año 2027 normalizado, en ese sentido, se utilizó la tasa de la perpetuidad de 3% para hacer crecer las ventas, la depreciación y el capital de trabajo. En el año 2027 normalizado el CAPEX tendrá el mismo valor de la depreciación, al considerar un crecimiento a perpetuidad igual al crecimiento en precios, se asume que a partir del año 11 solo se necesitará CAPEX de mantenimiento. Finalmente, el valor de la perpetuidad ascendió a COP 19'060,709 lo que equivale a 8.51 veces el EBITDA del año 2027 normalizado. El valor empresa ascendió a COP 11'205,856 millones con una deuda de COP 4'056,273 millones y un saldo en caja de COP 1'098,825, con ello el valor para el accionista ascendió a COP 8'248,408. El valor presente de la perpetuidad ascendió de COP 7'916,852 millones lo que equivale al 71% del valor empresa calculado.

En la segunda etapa, se añadió el valor de Companhia Brasileira de Distribuicao (en adelante, CBD) donde Grupo Éxito es propietaria del 18.75% del accionariado. La valoración de esta participación se hizo por medio del múltiplo comparable valor empresa entre EBITDA, se consideró el múltiplo promedio de las empresas comparables representado en el Tabla 42 que es 9.05 veces. En la Tabla 43 se muestra la valuación de CBD vía múltiplo comprable, considerando el EBITDA (2016) de BRL 2'505'000,000 el valor empresa es de BRL 22'674'425,000, se le descontó la deuda BRL 4'800'000,000 y los intereses

minoritarios de BRL 2'827'000,000, se le adicionó a la caja BRL 1'683'000,000 para finalmente tener un valor patrimonial de BRL 16'730'245,000.

Finalmente, según lo descrito en la Tabla 44 considerando la participación de Grupo Éxito en CBD y el tipo de cambio de fecha 2 mayo de 2017 de BRL-COP ascendente 933.69, el valor del patrimonio de CBD ascendió a COP 3'359,740 millones, con ello el valor total para el accionista ascendió a COP 11'608,148 millones, y considerando las 447'604,316 acciones en circulación, el precio de la acción del Grupo Éxito se situó en COP 25,934.



Tabla 40

Valorización de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

VARIABLES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	4,498,581	4,811,486	5,146,156	5,504,104	5,886,950	6,296,425	6,734,382	7,202,801	7,703,803	8,239,652	8,404,445
Ventas/m2 (miles de soles/m2)	14	14	15	15	15	16	16	16	17	17	
Total m2 de locales	319,077	334,579	350,835	367,880	385,753	404,495	424,147	444,754	466,363	489,021	
Costo de Ventas	-3,331,054	-3,562,751	-3,810,563	-4,075,612	-4,359,097	-4,662,300	-4,986,593	-5,333,443	-5,704,418	-6,101,197	-6,223,221
Margen bruto	1,167,526	1,248,735	1,335,593	1,428,492	1,527,853	1,634,125	1,747,789	1,869,359	1,999,384	2,138,454	2,181,224
Gastos operacionales	-905,270	-968,237	-1,035,584	-1,107,615	-1,184,657	-1,267,058	-1,355,190	-1,449,452	-1,550,271	-1,658,102	-1,691,264
EBITDA	262,257	280,498	300,009	320,876	343,195	367,067	392,599	419,907	449,114	480,353	489,960
Depreciación	-47,679	-50,031	-52,499	-55,089	-57,808	-60,661	-63,655	-66,798	-70,096	-73,558	-75,029
EBIT	214,577	230,467	247,510	265,787	285,388	306,406	328,944	353,109	379,018	406,795	414,930
Impuestos	-63,300	-67,988	-73,015	-78,407	-84,189	-90,390	-97,038	-104,167	-111,810	-120,004	-122,404
Depreciación y amortización	47,679	50,031	52,499	55,089	57,808	60,661	63,655	66,798	70,096	73,558	75,029
NOPAT	198,956	212,511	226,993	242,469	259,006	276,677	295,560	315,739	337,304	360,348	367,555
CAPEX	-177,962	-186,705	-195,877	-205,502	-215,601	-226,198	-237,316	-248,983	-261,225	-274,070	-275,029
Capital de trabajo	20,401	29,223	31,256	33,430	35,755	38,242	40,902	43,747	46,790	50,044	15,390
Perpetuidad										4,578,721	
FCF Empresa	41,395	55,029	62,372	70,397	79,160	88,721	99,146	110,503	122,869	4,715,043	307,916
WACC	8.49%	8.52%	8.66%	8.57%	8.67%	8.62%	8.65%	8.68%	8.69%	8.72%	
VAN FCF Empresa	38,154	46,723	48,611	50,671	52,233	54,015	55,472	56,774	58,049	2,042,649	
Tasa de crecimiento (g)	2.00%	2%									
VAN (S/.)	2,503,353										
Deuda	-685,570										
Caja	130,993										
Valor para accionistas	1,948,776										
Valor acción (S/.)	2.75										

Tabla 41

Valorización de Grupo Éxito - Primera Etapa (Expresado en Millones de COP)

Cuenta / Año	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 Normalizado
Ventas por m ²	14.83	15.28	15.74	16.21	16.70	17.20	17.71	18.24	18.79	19.36	
m ²	1,085,806	1,124,885	1,165,370	1,207,313	1,250,766	1,295,782	1,342,418	1,390,733	1,440,787	1,492,643	
Ventas Totales	16,107,000	17,187,308	18,340,073	19,570,155	20,882,739	22,283,359	23,777,920	25,372,722	27,074,489	28,890,394	29,757,106
Costo de Ventas	(11,777,679)	(12,567,616)	(13,314,893)	(14,207,933)	(15,160,869)	(16,177,719)	(17,262,770)	(18,420,596)	(19,656,079)	(20,974,426)	(21,603,659)
Utilidad Bruta	4,329,321	4,619,692	5,025,180	5,362,222	5,721,871	6,105,640	6,515,150	6,952,126	7,418,410	7,915,968	8,153,447
Margen Bruto	26.88%	26.88%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%
Gastos Operativos	(3,577,198)	(3,696,018)	(3,943,913)	(4,208,434)	(4,490,696)	(5,113,286)	(5,113,286)	(5,456,238)	(5,822,191)	(6,212,690)	(6,399,071)
Flujo de caja											
Margen Operativo	4.67%	5.37%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%
Utilidad Operativa	752,124	923,674	1,081,267	1,153,789	1,231,174	1,313,750	1,401,864	1,495,888	1,596,218	1,703,278	1,754,376
+ Depreciación	253,455	288,162	316,101	338,223	380,392	388,422	428,549	384,826	424,360	471,213	485,349
EBITDA	1,005,578	1,211,836	1,397,368	1,492,011	1,611,566	1,702,172	1,830,413	1,880,714	2,020,579	2,174,491	2,239,725
Margen Ebitda	6.24%	7.05%	7.62%	7.62%	7.72%	7.64%	7.70%	7.41%	7.46%	7.53%	7.53%
Tasa Impositiva	34.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
- Impuestos	(255,722)	(304,812)	(356,818)	(380,750)	(406,288)	(433,538)	(462,615)	(493,643)	(526,752)	(562,082)	(578,944)
Cambios en Capital de Trabajo	147,482	116,489	91,130	130,415	139,162	148,495	158,455	169,083	180,423	192,524	91,890
- Δ Cuentas x Cobrar	(20,939)	(21,456)	(22,895)	(24,430)	(26,069)	(27,817)	(29,683)	(31,674)	(33,798)	(36,065)	(17,213)
- Δ Existencias	(102,466)	(136,040)	(145,164)	(154,901)	(165,290)	(176,376)	(188,206)	(200,829)	(214,299)	(228,672)	(109,143)
+ Δ Cuentas x Pagar	270,887	273,985	259,189	309,746	330,521	352,689	376,344	401,585	428,520	457,261	218,246
	897,338	1,023,513	1,131,680	1,241,676	1,344,440	1,417,130	1,526,253	1,556,154	1,674,250	1,804,933	1,752,671
CAPEX por m ² (crecimiento)	10.11	10.42	10.73	11.05	11.38	11.72	12.08	12.44	12.81	13.20	
CAPEX Mantenimiento Base	(163,494)	(174,459)	(186,160)	(198,646)	(211,970)	(226,187)	(241,357)	(257,545)	(274,819)	(293,251)	(485,349)
CAPEX Crecimiento	(381,485)	(407,072)	(434,374)	(463,508)	(494,596)	(527,769)	(563,167)	(600,939)	(641,244)	(684,253)	
CAPEX	(544,979)	(581,531)	(620,535)	(662,155)	(706,566)	(753,956)	(804,524)	(858,484)	(916,063)	(977,504)	(485,349)
Flujo de caja libre	352,359	441,981	511,145	579,521	637,874	663,174	721,729	697,670	758,187	827,429	1,267,322
Perpetuidad										19,060,709	
WACC	9.81%	9.84%	9.83%	9.83%	9.83%	9.76%	9.72%	9.72%	9.69%	9.65%	
Factor Descuento	0.91	0.83	0.75	0.69	0.63	0.57	0.52	0.48	0.44	0.40	
Valor Presente del flujo de caja libre	320,878	366,341	385,855	398,240	399,212	379,296	377,021	332,218	329,944	7,916,852	
Tasa crecimiento perpetuidad	3%										
Valor Empresa	11,205,856										
Deuda	4,056,273										
Caja	1,098,825										
Valor para accionistas	8,248,408										

Tabla 42

Múltiplos comparables

Empresas	Valor Empresa / EBITDA
ALMACENES ÉXITO SA	7.1
CIA BRASILEIRA DE DIS-PREF	8.4
ORGANIZACION SORIANA S.A.B-B	8.3
IMPORT Y EXPORT PATAGONIA-B	11.71
INRETAIL PERU CORP	9
CENCOSUD SA	9.8
Mediana Mcdo. Comparables	8.70
Promedio Mcdo. Comparables	9.05

Nota. Tomado de Bloomberg

Tabla 43

Valorización de CBD vía múltiplo comprable en Reales Brasileños (Expresado en BRL)

Valor Empresa / EBITDA (Promedio comparables)	9.05
EBITDA	2,505,000,000
Valor Empresa	22,674,425,000
Deuda	4,800,000,000
Intereses minoritarios	2,827,000,000
Caja	1,683,000,000
Valor para accionistas CBD	16,730,425,000

Tabla 44

Total Valorización de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP), excepto para número de acciones y precio por acción

Valor consolidado Grupo Éxito	
Valor para accionistas (excluyendo Brasil)	8,248,408
Valor CBD (18.75%)	3,359,740
Total valor accionista de Grupo Éxito	11,608,148
Número de acciones	447,604,316
Precio por acción	25,934

2.4.3. Análisis de riesgo. Análisis de sensibilidad, escenarios y aleatorio probabilístico.

Goedhart, Koller y Rehm (2015) afirmaron que diversas compañías solo gestionan los riesgos más visibles como aquellos relacionados con grandes transacciones, para ello

emplean distintos instrumentos financieros como swaps, opciones, y futuros. Respecto al riesgo derivado de tener costos en una moneda e ingresos e inversiones en otras monedas, constituyen riesgos más difíciles de gestionar. Factores como los índices macroeconómicos en distintos países, así como ventajas competitivas, y comportamiento en los segmentos de mercado determinarán la manera en que los tipos de cambio afectarán el cash flow de un negocio.

Pergler y Lamarre (2009) recomendaron que las empresas deben elaborar un mapa de riesgo en cascada. Es particularmente importante y útil en épocas de inestabilidad. La idea es tener un panorama de todos los riesgos relacionados y no solo un tipo de riesgo aislado. Primero, deben identificarse los riesgos que tienen impacto en la economía de la empresa y que afecta a los resultados. En segundo lugar, el riesgo de influencia indirecta que afecten a algún otro nivel de la cadena de valor en la industria, por ejemplo, los cambios en los precios de un competidor afectarían a la industria originando un cambio de precios afectando sus utilidades. En tercer lugar, se consideran los riesgos que afectan a toda la economía, industria, y a la empresa, ejemplo de ellos son efectos macroeconómicos o choques externos en la demanda mundial.

Supermercados Peruanos. Se realizó un análisis de riesgos en el modelo de valorización debido a que los inputs de valor presentados anteriormente tienen distribuciones estadísticas, se procedió a hacer una simulación Montecarlo de quinientas corridas de valores aleatorios para el valor presente de la empresa para hallar los intervalos de confianza que nos den resultados con niveles de confiabilidad del noventa y cinco por ciento. Los datos estadísticos se tomaron de la información histórica de los últimos cuatro años y sus desviaciones estándar como límites. Este cálculo se realizó utilizando las funciones de Microsoft Excel como la función de distribución inversa incluyendo la función de generación de números aleatorios, así como las funciones de desviación estándar, mediana y promedio.

Los inputs de valor usados para el cálculo se pueden ver en la Tabla 45 y Tabla 46 para Supermercados Peruanos.

Tabla 45

Inputs de Valor Estadísticos

Inputs de Valor	Media	Desviación Estándar
Crecimiento en ventas por metros cuadrados	2%	1.00%
Gastos operativos	19.55%	0.42%

Tabla 46

Inputs de Valor con Probabilidades

Inputs de Valor	Media	Probabilidades Acumuladas	Desviación Estándar (-/+)
Costo de ventas	74.05%	0%	0.55%
		25%	73.50%
		75%	74.05%
			74.59%
Crec. Por m2	4.86%	0%	2.34%
		25%	2.52%
		75%	4.86%
			7.20%
Costo Capex/nuevos m2	9.79	0%	5.77
		25%	4.02
		75%	9.79
			15.55

Después de generar los quinientos valores aleatorios del valor presente neto del valor de la empresa se utilizó la función de estadística descriptiva de Microsoft Excel para obtener los resultados que se muestran en la Tabla 47.

Tabla 47

Estadística Descriptiva de la Simulación de Montecarlo en el VAN de SPSA

Media	2,965,186
Error típico	10,116
Mediana	2,951,196
Desviación estándar	226,198
Varianza de la muestra	51,165,423,640
Curtosis	0
Coefficiente de asimetría	0
Rango	1,455,239
Mínimo	2,265,503
Máximo	3,720,742
Suma	1,482,592,832
Cuenta	500
Nivel de confianza (95.0%)	19,875

Luego de la obtención de los resultados estadísticos, se determinaron sus desviaciones estándar $[Z]$ con respecto a la media de la distribución normal, para ello se tomaron los valores escogidos del valor de la empresa, luego se restó contra su media y por finalmente se dividió entre la desviación estándar. Luego se calcularon las probabilidades de obtener valores a cada Z y adicionalmente el complemento de dicha probabilidad, estos resultados se pueden presentar en la Tabla 48.

Tabla 48

Riesgos y Probabilidades del Valor de SPSA

Valor de la empresa	Z	Probabilidad [Prob.]	Prob. Cumplimiento Modelo [1-Prob.]
1,600,000	-6.04	0.00%	100.00%
2,100,000	-3.82	0.01%	99.99%
2,300,000	-2.94	0.16%	99.84%
2,500,000	-2.06	1.99%	98.01%
2,700,000	-1.17	12.05%	87.95%
2,900,000	-0.29	38.66%	61.34%
3,100,000	0.60	72.44%	27.56%
3,300,000	1.48	93.06%	6.94%
3,500,000	2.36	99.10%	0.90%
3,700,000	3.25	99.94%	0.06%

Según la Tabla 48 se puede concluir: (a) la probabilidad de generar valor en la empresa es de 100%, (b) la probabilidad de destruir valor es de 0%, (c) la probabilidad de generar valor por S/. 2,900 millones es de 38.66% y (d) la probabilidad de generar valor por más de S/. 2,900 millones es de 61.34%.

El histograma de frecuencias de los valores obtenidos sobre el valor de la empresa representado en la Figura 38 se observa que la mayor frecuencia de alrededor del 90% de ocurrencia de valores de la empresa se encuentra en el rango de S/. 2,700 millones a S/. 3,300 millones.

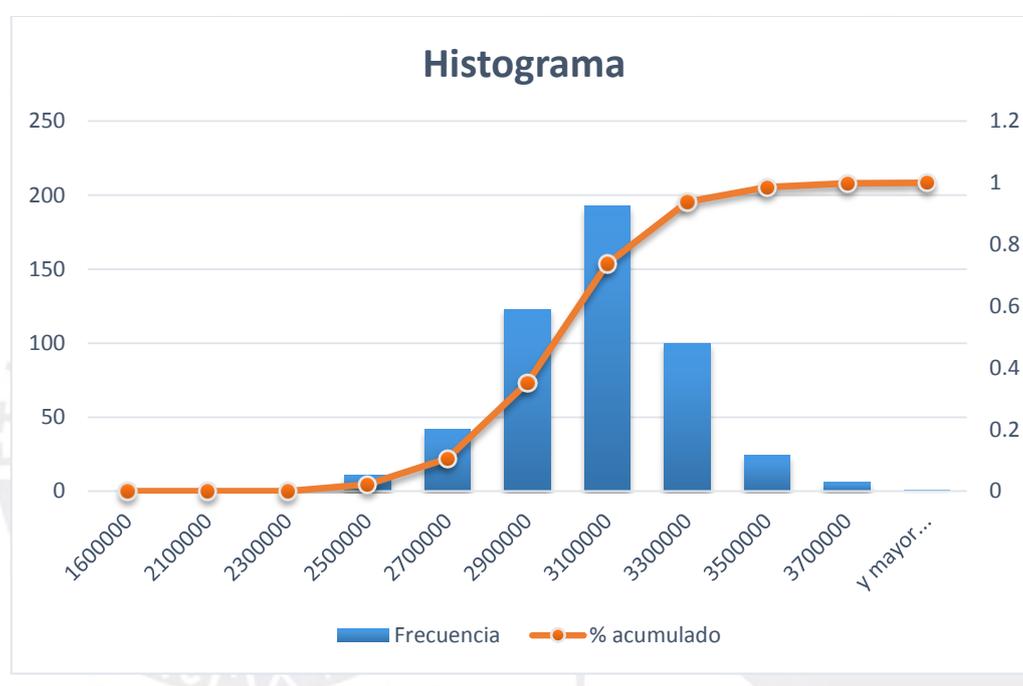


Figura 38. Histograma de frecuencias de los posibles valores de la empresa.

Grupo Éxito. Para la simulación de Montecarlo de la valoración del Grupo Éxito se sensibilizaron los *inputs* de valor descritos en la Tabla 49.

Tabla 49

Inputs de Valor Estadísticos de Grupo Éxito

Inputs de Valor	Base	Desviación Estándar
Crecimiento de Ventas por m ²	3.00%	1.00%
Crecimiento de m ²	3.60%	3.14%
Costo de Ventas a partir del tercer año	72.60%	0.37%
Gastos operativos a partir del segundo año	21.50%	0.50%
Incremento de Capex por m ²	3.00%	1.00%

Nota. Grupo Éxito incorpora las operaciones de Colombia, Argentina y Uruguay

La base del crecimiento de ventas por metro cuadrado está dado por la meta de inflación de precios al consumidor reportada por el Banco de la República de Colombia y la desviación estándar se calcula considerando la meta, el límite inferior (2%) y el superior (4%). El crecimiento de metros cuadrados base es el promedio de los crecimientos de los últimos cuatro años, desde el año 2013 hasta el año 2016, es de 3.6 % y se toma en cuenta la desviación estándar generada por los mismos crecimientos 3.14%. Se sensibiliza la relación costo de venta entre ventas del tercer año en adelante que coincide con la mejora propuesta en la valoración, el ratio base es de 72.60% y la desviación estándar es de 0.37% (utilizando el ratio de los dos primeros años de 73.12% y el ratio base de 72.60%). Los gastos operativos entre ventas base a partir del segundo año tiene en cuenta la propuesta de mejora de la valoración situándolo en 21.50%, la desviación estándar considera el ratio mencionado y el ratio del primer año 22.21% ubicándose en 0.50%. El incremento del CAPEX por metro cuadrado sigue el supuesto inflacionario del crecimiento de ventas por metro cuadrado, crecimiento base 3% y desviación estándar 1%.

Utilizando la misma metodología que en Supermercados Peruanos, se generan quinientos posibles valores que puede tomar el valor de la acción, la estadística descriptiva se encuentra en la Tabla 50.

A partir de esta información de la Tabla 50 (utilizando media y desviación estándar), se calcularon las probabilidades de ocurrencia de determinados escenarios descritos en la Tabla 51.

Tabla 50

Estadística Descriptiva de la Simulación Montecarlo en el Valor de la acción de Grupo Éxito

Estadística descriptiva	
Media	26,049
Error típico	57
Mediana	26,096
Desviación estándar	1,267
Varianza de la muestra	1,604,795
Rango	6,809
Mínimo	22,229
Máximo	29,038
Suma	13,024,590
Cuenta	500
Nivel de confianza (95.0%)	111

Tabla 51

Riesgos y Probabilidades del Valor de Grupo Éxito

Valor Acción	Z	Probabilidad [Prob.]	Prob. Cumplimiento Modelo (1- [Prob.])
0	-20.563	0.00%	100.00%
20,000	-4.775	0.00%	100.00%
20,000	-4.775	0.00%	
25,934	-0.091	46.38%	46.38%
25,934	-0.091	46.38%	53.62%

Según el modelo probabilístico, se determinó que: la probabilidad que la acción valga COP 0 es nula, la probabilidad que la acción tenga un precio mayor a COP 20,000 es del 100%, la probabilidad que la acción tenga un precio entre COP 20,000 y COP 25,934 es del 46.38% y la probabilidad que la acción valga más que el precio de la valoración COP 25,934 es del 53.62%.

Adicionalmente, se realizaron diferentes escenarios de los *inputs* de valor con el objetivo de determinar la sensibilidad del valor de la empresa.

Sensibilidad de la tasa de crecimiento por metros cuadrados [m2]

Supermercados Peruanos. Se puede observar en la Tabla 52 la sensibilidad de este input de valor a medida que crece en cada punto porcentual. En el peor escenario de un

crecimiento de 2.5% de crecimiento en metros cuadrados el valor de SPSA sería de S/. 2,590 millones y a S/. 2,355 millones si se llega a 7.2% de crecimiento en metros cuadrados.

Tabla 52

Sensibilidad de la Tasa Crecimiento en Metros Cuadrados (Expresado en Miles de S/.)

Crecimiento m2	Valor empresa
2.5%	2,590,307
4.0%	2,543,876
4.9%	2,503,353
6.0%	2,438,208
7.2%	2,354,669

Grupo Éxito. En la Tabla 53, se mide el impacto del crecimiento de metros cuadrados en el precio de la acción. Si los metros cuadrados crecen 0.51% al año el precio de la acción es de COP 25,831 representando una caída de 0.40% con respecto a la valoración base COP 25,934. Si los metros cuadrados crecieran a nivel del 2014, 7.93% durante cada año de la evaluación el precio de la acción sería de COP 25,377 implicando una caída de 2.15%.

Tabla 53

Sensibilidad de la Tasa Crecimiento en Metros Cuadrados (Expresado en COP)

Crecimiento m ²	Precio acción
0.51%	25,831
2.00%	25,884
3.60%	25,934
5.00%	25,747
7.93%	25,377

Sensibilidad de la tasa de crecimiento de ventas por metro cuadrado.

Supermercados Peruanos. En el mejor escenario, según la Tabla 54, si las ventas por metro cuadrado hubiesen llegado a S/. 14.13 miles de soles el valor de Supermercados Peruanos se hubiese incrementado a S/. 2,600 millones de soles, en el peor de los casos si las ventas por metro hubiesen sido de S/. 13.52 miles de soles el valor de la empresa hubiese sido

de S/. 2,407 millones de soles. Esta sensibilidad en el mejor escenario nos muestra que un aumento en la productividad de la empresa manteniendo sus costos fijos nos agrega un valor de S/. 96 mil soles sobre la valorización base.

Tabla 54

Sensibilidad de la Tasa Crecimiento en Ventas por Metro Cuadrado (Expresado en Miles de S/.)

Ventas/m2	Valor empresa
13.52	2,406,554
13.67	2,455,500
13.82	2,503,353
13.97	2,551,072
14.13	2,599,840

Grupo Éxito. En la Tabla 55, el escenario base tiene previsto un crecimiento de ventas por metro cuadrado del 3%, un incremento de 100 puntos básicos tendría un impacto positivo en el precio de la acción llevándola a valer COP 28,693 una apreciación de 10.64%. Por otro lado, si las ventas por metro presentaran un crecimiento de 2% el precio de la acción sería de COP 23,227 lo que equivale a una depreciación de 10.44%.

Tabla 55

Sensibilidad de la Tasa de Crecimiento en Ventas por Metro Cuadrado (Expresado en COP)

Crecimiento de ventas por m ²	Precio acción
2.00%	23,227
2.50%	24,642
3.00%	25,934
3.50%	27,284
4.00%	28,693

Sensibilidad del costo de ventas. Este input es uno de los más sensibles ya que puede llevar a la compañía a la desvalorización.

Supermercados Peruanos. Como se presenta en la Tabla 56, si el costo de ventas se incrementa en más del 74.05% de las ventas, SPSA llega a perder su valor, sin embargo en

el mejor escenario, si el costo de ventas asciende a 74.59% el valor de SPSA se situaría en S/. 2,150 millones. Esta sensibilidad del costo de ventas nos muestra que es importante el poder de negociación con los proveedores, tener marcas propias y mejorar la eficiencia en esta empresa ya que en el mejor escenario nos puede agregar un valor de S/. 354 millones sobre la valoración base.

Tabla 56

Sensibilidad del Costo de Ventas (Expresado en Miles de S/.)

Costos de Ventas	Valor SPSA
73.50%	2,845,483
73.80%	2,659,557
74.05%	2,503,353
74.30%	2,346,829
74.59%	2,149,755

Grupo Éxito. Conforme a lo presentado en la Tabla 57, la valoración considera una reducción del ratio costo de ventas entre ventas a 72.60% desde el tercer año, si el ratio se mantiene en los niveles iniciales de 73.12% la acción pasa a valer COP 23,861 lo que implicaría una caída del 8.69 %. Por otro lado si el ratio mejora a 72.40% la acción vale COP 26,727 incrementando en un 3.06%.

Tabla 57

Sensibilidad del Costo de Ventas (Expresado en COP)

Costo de ventas entre ventas a partir del tercer año	Precio acción
72.40%	26,727
72.60%	25,934
73.00%	24,347
73.12%	23,861
73.50%	22,183

Sensibilidad del margen EBITDA

Supermercados Peruanos. El margen EBITDA de SPSA se sitúa en 5.83% al 31 de diciembre de 2016, sin embargo en el escenario en que disminuya este porcentaje a 5.64% la empresa perdería su valor en S/. 2,379 millones. En el mejor escenario, si el margen EBITDA

llegase a 6.4%, el valor de la empresa ascendería a S/. 2,876 millones, situando el valor de una acción en S/. 3.27 (ver Tabla 58).

Tabla 58

Sensibilidad del EBITDA (Expresado en Miles de S/.)

Margen EBITDA	Valor empresa	Valor acción
5.64%	2,379,126	2.57
5.73%	2,437,970	2.65
5.83%	2,503,353	2.75
5.93%	2,568,887	2.84
6.40%	2,876,033	3.27

Sensibilidad de los gastos operativos

Supermercados Peruanos. Conforme a lo presentado en la Tabla 59, si para SPSA, se asume un ratio de 20.54% como gastos operativos respecto a sus ventas, el valor de SPSA sería S/. 2,235 millones. Sin embargo en un escenario positivo si el porcentaje de gastos operativos disminuye a 19.70%, el valor de la empresa sería de S/. 2,771 millones y el valor de la acción se situaría en S/. 3.12. Esta sensibilidad de gastos operativos nos muestra que un mejoramiento en la eficiencia operativo hace la diferencia ya que en el mejor escenario nos puede agregar un valor de S/. 268 millones sobre la valoración base.

Tabla 59

Sensibilidad de los Gastos Operativos (Expresado en Miles de S/.)

Gastos Operativos	Valor empresa	Valor acción
19.70%	2,771,038	3.12
19.92%	2,630,338	2.92
20.12%	2,503,353	2.75
20.32%	2,376,025	2.57
20.54%	2,235,114	2.37

Grupo Éxito. En la Tabla 60 se observa que si los gastos operativos después del primer año se mantienen invariados (22.21% de las ventas), la acción pasa a valer COP 22,653 devaluándose 12.17% con respecto al precio objetivo. Si los gastos operativos

después del primer año descienden a 21.00% la acción incrementa en 8.54% llegando a valer COP 28,149.

Tabla 60

Sensibilidad de los Gastos Operativos de Grupo Éxito (Expresado en COP)

Gastos Operativos entre ventas después del primer año	Precio acción
21.00%	28,149
21.50%	25,934
22.00%	23,752
22.21%	22,653
22.50%	21,385

Sensibilidad de la tasa de perpetuidad.

Supermercados Peruanos. Como se observa en la Tabla 61, asumiendo el peor escenario con una tasa de perpetuidad de 1%, el valor de SPSA se sitúa en S/. 2,247 millones y el valor por acción sería de S/. 2.38. Asumiendo un mejor escenario con una tasa de perpetuidad de 3%, el valor de la empresa sería de S/. 2,850 millones y el valor por acción sería de S/. 3.23.

Tabla 61

Sensibilidad de la Tasa de Perpetuidad de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Tasa de Perpetuidad	Valor empresa	Valor acción
1.00%	2,246,575	2.38
1.50%	2,366,079	2.55
2.00%	2,503,353	2.75
2.50%	2,662,679	2.97
3.00%	2,849,835	3.23

Sensibilidad del costo de las inversiones de capital o capital expenditures

[CAPEX] por metro cuadrado.

Supermercados Peruanos El Costo del CAPEX por metro cuadrado actual es de S/. 11.27 miles, sin embargo en la Tabla 62 se puede observar que si el costo del CAPEX por metro cuadrado llega a S/. 17.04 miles, el valor de la empresa sería de S/. 1,716 millones y la

acción llegaría a S/. 1.64. En el mejor de los casos si el CAPEX por metro cuadrado se reduce a S/. 5.5 miles, el valor de la empresa sería de S/. 3,290 millones y el valor de cada acción sería de S/. 3.85.

Tabla 62

Sensibilidad del Costo de CAPEX de SPSA por Metro Cuadrado (Expresado en Miles de S/.)

CAPEX/m2	Valor empresa	Valor acción
5.50	3,289,621	3.85
8.27	2,912,340	3.32
11.27	2,503,353	2.75
14.27	2,094,075	2.17
17.04	1,716,297	1.64

Grupo Éxito. El modelo base supone una inversión inicial de COP 10.11 millones por cada metro cuadrado adicional, teniendo un incremento de 3% anual durante los 10 años de evaluación. En la Tabla 63 se muestra el efecto de incrementos distintos al 3%, si el incremento de 2% anual la acción vale COP 26,324 lo que equivale a apreciación del 1.50% con respecto al precio objetivo y por otro lado si el incremento es de 4% anual el precio de la acción cae a COP 25,526 depreciándose en 1.57%.

Tabla 63

Sensibilidad del Costo de CAPEX de Grupo Éxito (Expresado en COP)

Incremento de CAPEX por m ²	Precio acción
2.00%	26,324
2.50%	26,131
3.00%	25,934
3.50%	25,732
4.00%	25,526

Escenarios del valor de la empresa ante fluctuaciones del costo de las inversiones de capital por metro cuadrado y el crecimiento por metro cuadrado.

Supermercados Peruanos. En la Tabla 64 se muestran los cambios del valor de la empresa ante las fluctuaciones del CAPEX por metro cuadrado y el crecimiento por metro

cuadrado. Se puede observar que en el mejor escenario optimista el valor de la empresa se situaría en S/. 3,662 con un CAPEX por metro cuadrado de S/. 5.5 miles y 7.2% de tasa de crecimiento por metro cuadrado. Se puede apreciar que el crecimiento en metros cuadrados, disminuye el valor de la empresa, y cuando el costo de CAPEX sea mayor a S/. 11.27 miles.

Tabla 64

Sensibilidad del valor de SPSA ante Fluctuaciones del CAPEX y el Crecimiento de Metro Cuadrado (Expresado en Miles de S/.)

Crecimiento m2	CAPEX/m2 (en S/ Miles)				
	5.50	8.27	11.27	14.27	17.04
2.5%	2,963,601	2,779,335	2,590,307	2,401,190	2,226,669
4.0%	3,164,995	2,867,058	2,543,876	2,220,965	1,912,561
4.9%	3,289,621	2,912,340	2,503,353	2,094,075	1,716,297
6.0%	3,465,257	2,972,478	2,438,208	1,903,663	1,410,223
7.2%	3,662,281	3,035,067	2,354,669	1,673,808	1,045,231

Sensibilidad del valor de la empresa ante fluctuaciones del margen EBITDA y el crecimiento de ventas por metro cuadrado.

Supermercados Peruanos. Como se observa en la Tabla 65 se muestra cómo cambia el valor de Supermercados Peruanos ante fluctuaciones del margen EBITDA y las ventas por metro cuadrado. En un escenario pesimista donde las ventas por metro cuadrado es de S/. 13.52 miles y de un EBITDA con margen 5.6% la empresa tendría un valor negativo de S/. 2,285 miles. Así mismo en un escenario muy optimista donde la empresa se vuelve más eficiente y reduce sus gastos operativos obteniendo un margen EBITDA de 6.4% y las ventas por metro cuadrado son de S/. 14.13 miles el valor de la empresa sería de S/. 2,980 millones.

Tabla 65

Sensibilidad del valor de la empresa ante fluctuaciones del margen EBITDA y el crecimiento de ventas por metro cuadrado de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Ventas/m ²	Margen EBITDA				
	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.4%
13.52	2,284,983	2,342,569	2,406,554	2,470,687	2,771,266
13.67	2,332,585	2,390,808	2,455,500	2,520,342	2,824,244
13.82	2,379,126	2,437,970	2,503,353	2,568,887	2,876,033
13.97	2,425,544	2,485,004	2,551,072	2,617,293	2,927,657
14.13	2,472,981	2,533,072	2,599,840	2,666,763	2,980,416

Sensibilidad del valor de la empresa ante fluctuaciones del WACC y la tasa de perpetuidad.

Supermercados Peruanos. Como se observa en la Tabla 66, el valor de la empresa cambia ante fluctuaciones del margen WACC y la tasa de perpetuidad. En el peor escenario donde el WACC es 9.32% y la tasa de perpetuidad es 1% la empresa tendría un valor de S/. 2,138 millones. Así mismo en un escenario muy optimista donde la empresa después del período de 10 años tiene un crecimiento de 3% y un WACC de 8.12% el valor de la empresa sería de S/. 3,000 millones.

Tabla 66

Sensibilidad del Valor de SPSA ante fluctuaciones del WACC y la Tasa de Perpetuidad de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Tasa de Perpetuidad	TASA WACC				
	8.12%	8.42%	8.72%	9.02%	9.32%
1.0%	2,361,729	2,303,213	2,246,385	2,191,193	2,137,584
1.5%	2,488,127	2,426,156	2,365,977	2,307,535	2,250,772
2.0%	2,633,319	2,567,380	2,503,353	2,441,176	2,380,791
2.5%	2,801,836	2,731,292	2,662,797	2,596,287	2,531,697
3.0%	2,999,789	2,923,834	2,850,092	2,778,491	2,708,962

Sensibilidad del valor de la empresa ante fluctuaciones de los porcentajes con respecto a las ventas de los gastos operativos y de costo de ventas

Supermercados Peruanos. Como se observa en la Tabla 67, los cambios del valor de la empresa ante fluctuaciones de los porcentajes de gastos operativos y de costo de ventas. En el peor escenario donde los gastos operativos llegan a 20.5% de las ventas y el costo de ventas llega a 74.6% de las ventas el valor de la empresa sería de S/. 1,881 millones. Así mismo en un escenario muy optimista donde la empresa se hace más eficiente y reduce sus gastos operativos a 19.7% de las ventas y su costo de ventas se reduce a 73.5% de las ventas el valor de la empresa sería de S/. 3,112 millones.

Tabla 67

Sensibilidad del Valor de SPSA ante Fluctuaciones de los Porcentajes respecto de los Gastos Operativos y del Costo de Ventas (Expresad en Miles de S/.)

Costo de Ventas	Gastos Operativos				
	19.7%	19.9%	20.1%	20.3%	20.5%
73.5%	3,112,415	2,972,253	2,845,483	2,718,498	2,577,845
73.8%	2,927,047	2,786,512	2,659,557	2,532,511	2,391,530
74.0%	2,771,038	2,630,338	2,503,353	2,376,025	2,235,114
74.3%	2,614,864	2,474,067	2,346,829	2,219,584	2,067,953
74.6%	2,428,557	2,287,709	2,149,755	2,022,341	1,880,992

Grupo Éxito. La tabla 68, presenta el porcentaje de gastos operativos y costo de ventas con respecto a las ventas, la valuación considera que a partir del segundo año los gastos operativos son 21.50% de las ventas y el costo de venta a partir del tercer año es de 72.60 %. En el caso de que ambas sinergias esperadas no se ejecuten y se mantengan los ratios iniciales, los gastos operativos entre ventas en 22.21% y el costo de ventas entre ventas en 73.12%, el precio de la acción sería de COP 20,600, presentando una disminución del 20.57% con respecto al precio objetivo.

Tabla 68

Sensibilidad del Valor de Grupo Éxito ante Fluctuaciones de los porcentajes respecto a las Ventas de los Gastos Operativos y del Costo de Ventas (Expresado en Millones de COP)

Gastos Operativos entre ventas a partir del segundo año	Costo de ventas entre ventas a partir del tercer año				
	72.40%	72.60%	73.00%	73.12%	73.50%
21.00%	28,942	28,149	26,564	26,082	24,579
21.50%	26,727	25,934	24,347	23,861	22,183
22.00%	24,548	23,752	21,989	21,511	19,901
22.21%	23,627	22,653	21,078	20,600	18,992
22.50%	22,172	21,385	19,692	19,213	17,731

Sensibilidad del valor de la empresa ante fluctuaciones del WACC y el múltiplo valor empresa Ebitda utilizado para CBD

Grupo Éxito. Como se puede observar en la Tabla 69, se sensibilizó el WACC y el múltiplo valor empresa entre EBITDA utilizado para valorizar la participación en Brasil (18.75% de CBD). En el mejor escenario cuando el múltiplo valor empresa entre EBITDA para CBD se sitúa en 11.71 veces y el WACC es 7.63%, el valor de la acción alcanza los COP 33,287 lo que representa un incremento del 28.35%. El escenario opuesto, cuando el múltiplo se sitúa en 7.10 veces EBITDA y el WACC en 11.63% el precio de la acción se deteriora alcanzando los COP 20,251 lo que representa una devaluación del 21.91%.

Tabla 69

Sensibilidad del Valor de la empresa ante fluctuaciones del WACC y el Múltiplo Valor empresa EBITDA utilizado para CBD

Múltiplo VE/ EBITDA de CBD	Tasa WACC				
	7.63%	8.63%	9.67%	10.63%	11.63%
7.10	28,106	25,854	23,741	21,946	20,251
8.00	29,117	26,866	24,752	22,958	21,262
9.05	30,299	28,048	25,934	24,140	22,444
10.00	31,365	29,114	27,000	25,206	23,510
11.71	33,287	31,035	28,922	27,127	25,432

La Tabla 70 muestra la sensibilidad del precio de la acción ante cambios en el WACC y la tasa de perpetuidad, mantenido el nivel actual de WACC y considerando una tasa de perpetuidad del 6% el valor de la acción alcanza los COP 42,916, una apreciación del 39.57%. El crecimiento de la perpetuidad tiene un impacto relevante en el valor de la acción, sin embargo, al mantener alta incertidumbre acerca de este valor en el escenario base se mantiene en 3%. En el mejor escenario donde la perpetuidad crece a 6% y el WACC es del 7.63% el precio de la acción es de COP 50,779 apreciándose un 95.80 %, por otro lado en el escenario más ácido donde la perpetuidad crece al 2% y la tasa WACC es de 11.63% la acción vale COP 20,183 lo que implica una depreciación del 22.18 % con respecto a la propuesta base.

Tabla 70

Sensibilidad del Precio de la Acción ante Fluctuaciones del WACC y la Tasa de Perpetuidad de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Tasa de Perpetuidad	Tasa WACC				
	7.63%	8.63%	9.67%	10.63%	11.63%
2.00%	27,043	25,079	23,234	21,666	20,183
3.00%	30,299	28,048	25,934	24,140	22,444
4.00%	34,709	32,068	29,590	27,490	25,505
5.00%	41,015	37,818	34,820	32,280	29,884
6.00%	50,779	46,719	42,916	39,697	36,663

2.4.4. Esquema y análisis comparativo

Según la valorización del Grupo Éxito, excluyendo la participación en Brasil, se espera que las ventas tengan un crecimiento anual compuesto en los próximos 10 años de 6.02%; por otro lado, Supermercados Peruanos alcanzaría un crecimiento anual compuesto para el mismo periodo de análisis de 6.24%. Estas perspectivas de crecimiento tienen como fundamento la baja penetración del *retail* moderno en los países donde operan y las posibles barreras de entrada que tendrían nuevos jugadores. En la Figura 39 y en la Figura 40 se detallan las ventas y el crecimiento de las ventas anuales para las dos empresas evaluadas.

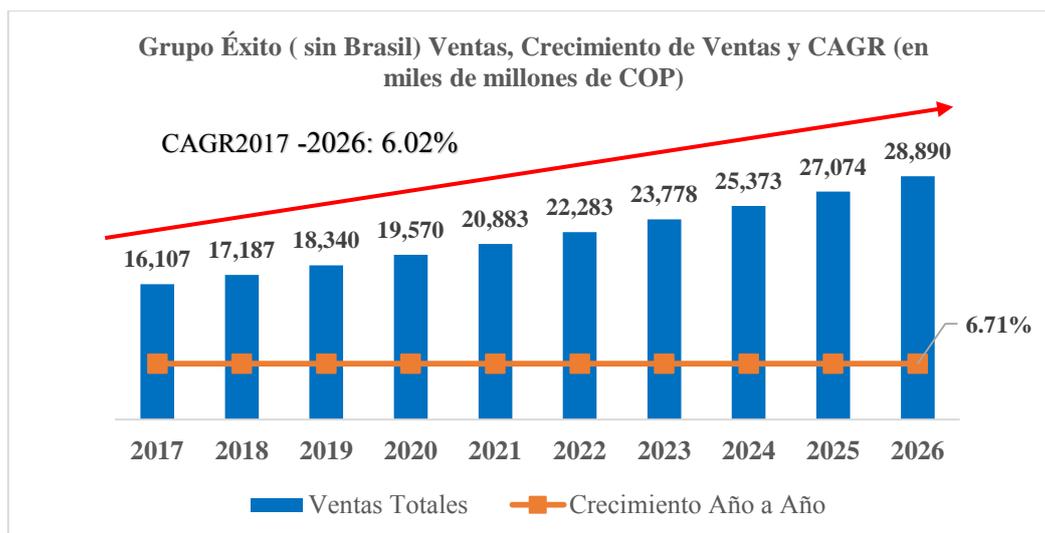


Figura 39. Ventas y crecimiento de ventas anuales de Grupo Éxito.

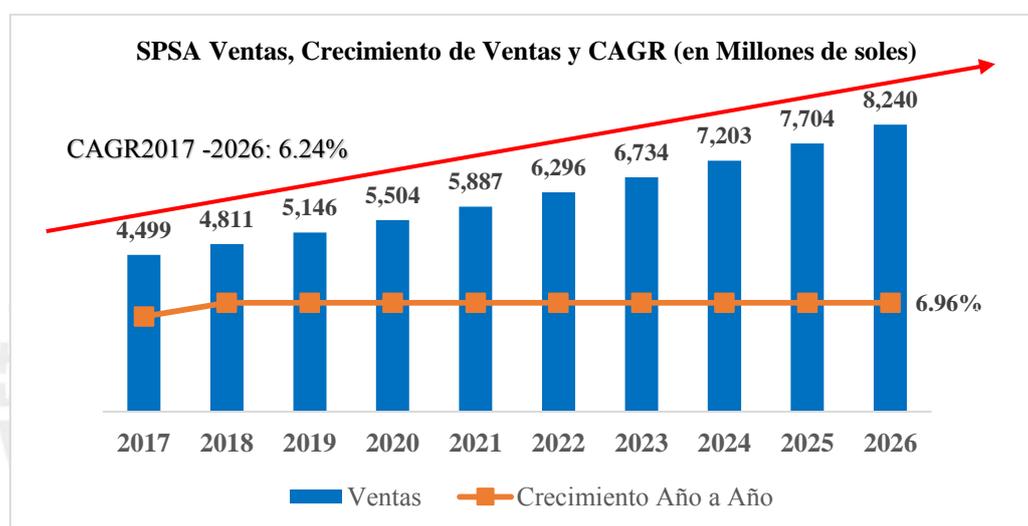


Figura 40. Ventas y crecimiento de ventas anuales de Supermercados Peruanos

El margen bruto del Grupo Éxito, se mantendría en niveles de 26.9% en los dos primeros años de análisis. En la medida que las condiciones macroeconómicas de Colombia retornen favorables, y se fortalezca la venta de productos propios el margen bruto se incrementaría en 50 puntos básicos manteniendo ese nivel de rentabilidad hasta el año 2026 (año final de la evaluación), ver detalle en Figura 41.

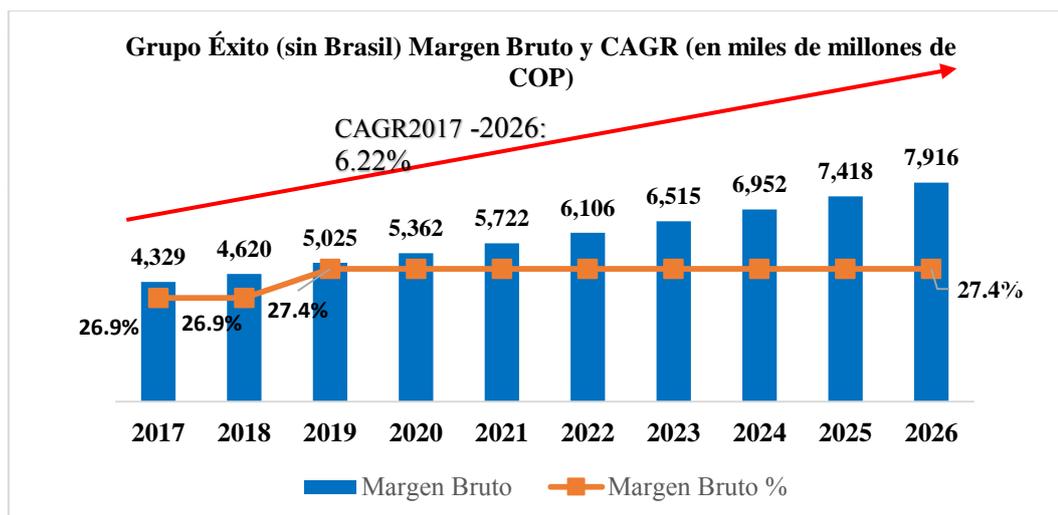


Figura 41. Evolución de Margen Bruto Proyectado de Grupo Éxito

El margen bruto de Supermercados Peruanos es inferior al del Grupo Éxito, parte de esta diferencia se explica por el menor volumen de marcas propias que tiene en el mix de ventas y por el mayor poder de negociación que tiene Grupo Éxito con sus proveedores, lo cual impacta el costo. En la Figura 42 se presenta la proyección del Margen Bruto hasta el año 2026.

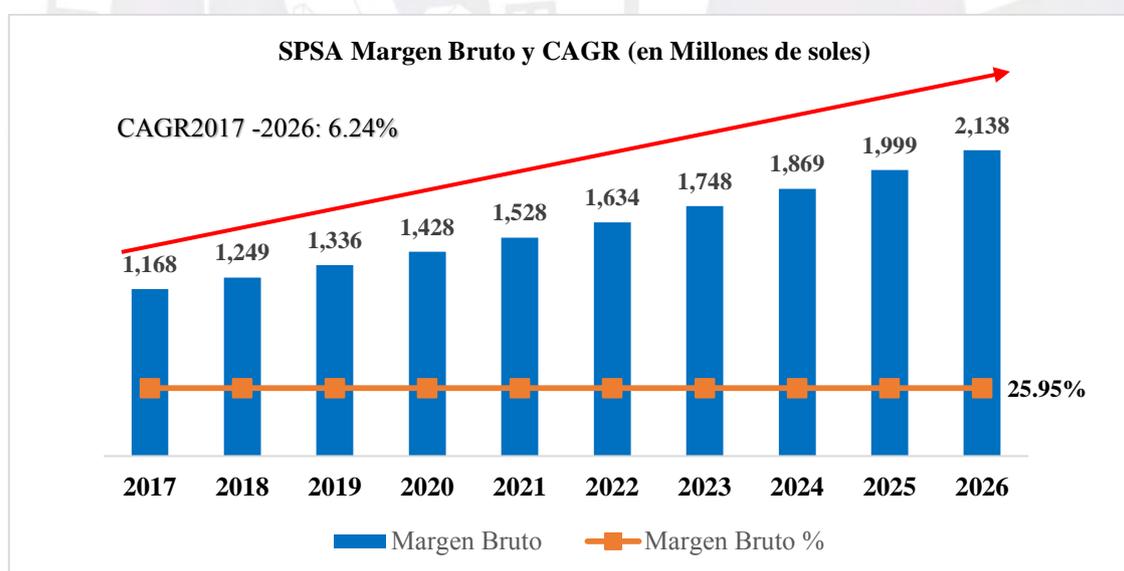


Figura 42. Evolución de Margen Bruto Proyectado de Supermercados Peruanos

Se estima que el margen EBITDA del Grupo Éxito, para el 2017 continuará deteriorándose alcanzando el 6.24% explicado por el incremento de los gastos operativos debido al debilitamiento de las condiciones económicas de Colombia, para el 2018 las

condición es se proyectan más favorables y los ahorros generados por las sinergias toman impulso estimándose un margen EBITDA de 7.05% y en adelante márgenes entre 7.41% y 7.72% que van acorde a los niveles históricos, conforme a lo señalado en la Figura 43.

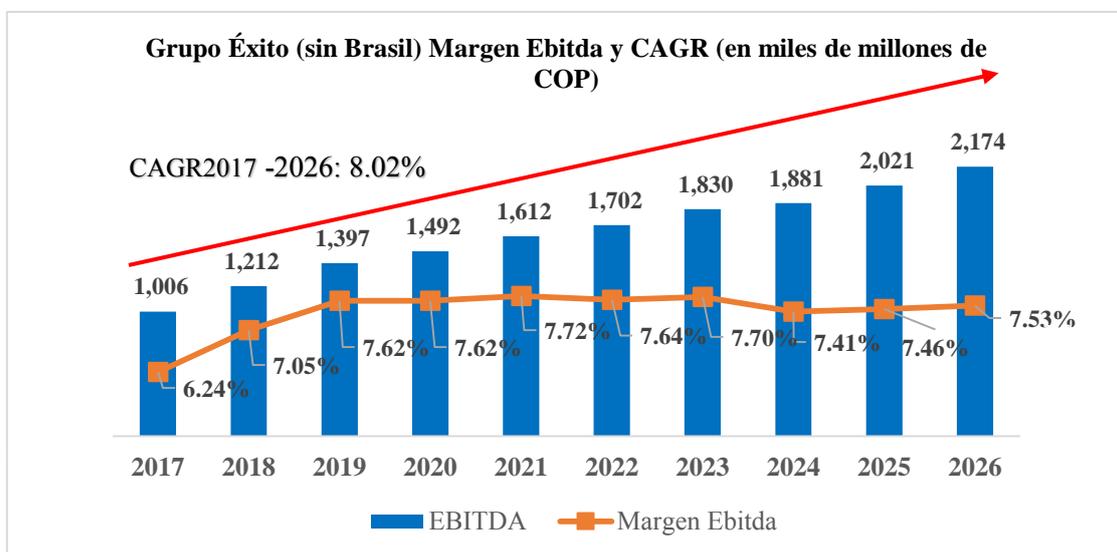


Figura 43. Evolución del Margen EBITDA proyectado Grupo Éxito

Se estima que Supermercados Peruano tendrá un crecimiento anual compuesto del EBITDA para los próximos 10 años de 6.24%, y mantendrá un nivel de margen EBITDA de 5.83%. El margen EBITDA de Supermercados Peruanos ese encuentra por debajo los márgenes de las empresas comparables de la región, lo que se traduce en una gran oportunidad para generar ulteriores ahorros. Ver detalle en Figura 44.

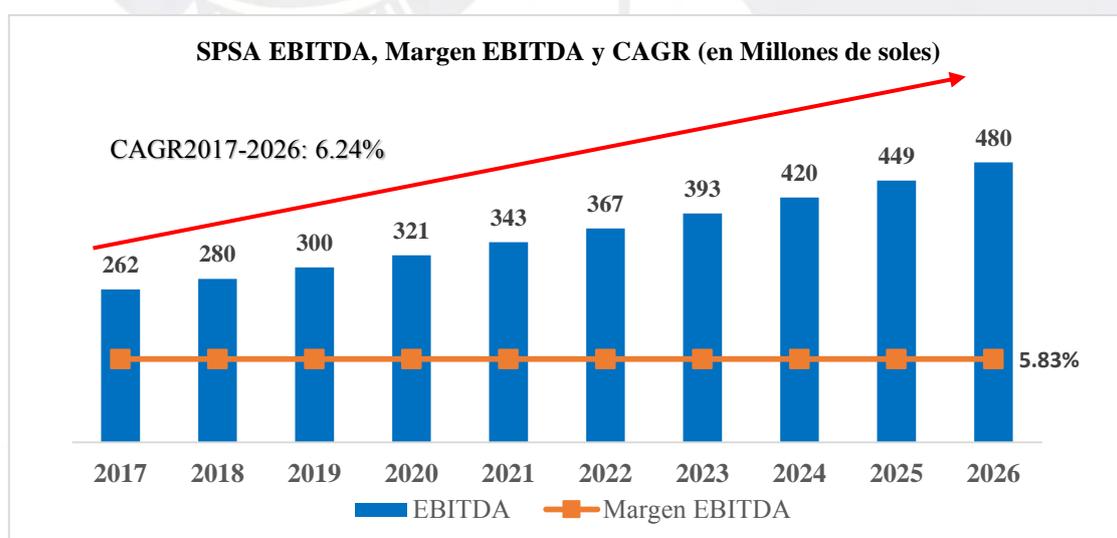


Figura 44. Evolución del Margen EBITDA proyectado Supermercados Peruanos

Los niveles de endeudamiento del Grupo Éxito, después de las adquisiciones del año 2015 se incrementaron considerablemente. Para el año 2017 el ratio Deuda Financiera/EBITDA se situará en 3.65 veces, ratio considerado elevado dado que presenta cierta vulnerabilidad ante deterioros del EBITDA. La estructura de capital que está detrás de la valoración, considera mantener niveles de deuda por encima del 30% de la estructura de capital, con lo cual, el ratio de endeudamiento que se muestra en la Figura 45 para el año 2018 alcanzará niveles de 3.14 veces y en el año 10 esta relación se estabiliza en 2.29 veces. El nivel de endeudamiento de Supermercados Peruanos, está por debajo de Éxito. El Grupo Éxito antes del proceso de adquisición tenía una relación de deuda entre EBITDA cercana a 0, esto le permitió realizar compras apalancadas.

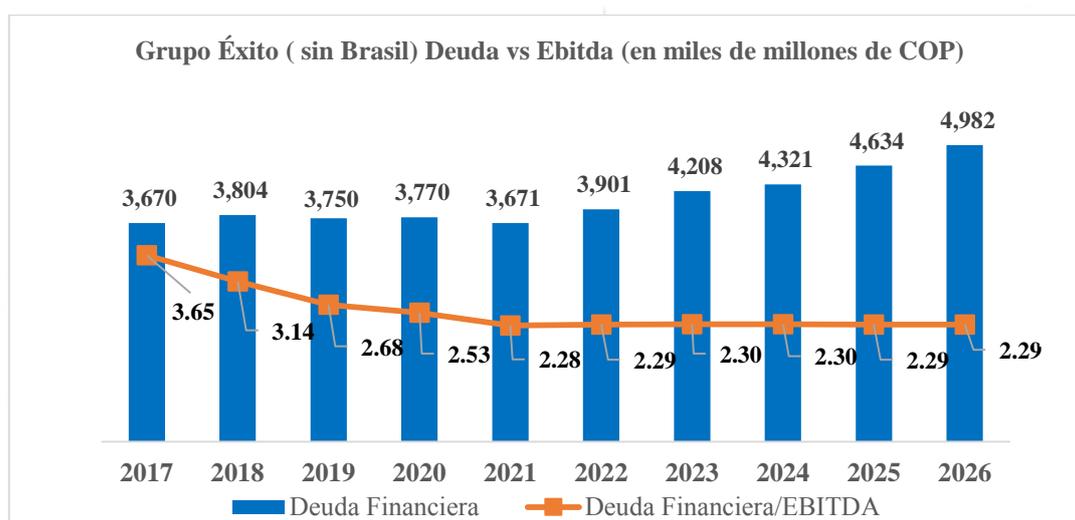


Figura 45. Evolución del Ratio Deuda Financiera / EBITDA proyectado para Grupo Éxito

Respecto a Supermercado Peruanos, la empresa no ha incurrido en procesos de adquisiciones y mantiene un ratio de endeudamiento para el año 2017 de 2.7 veces EBITDA, hacia el año 2022 y en adelante el ratio cae por debajo de 2 veces EBITDA tal como se muestra en la Figura 46.

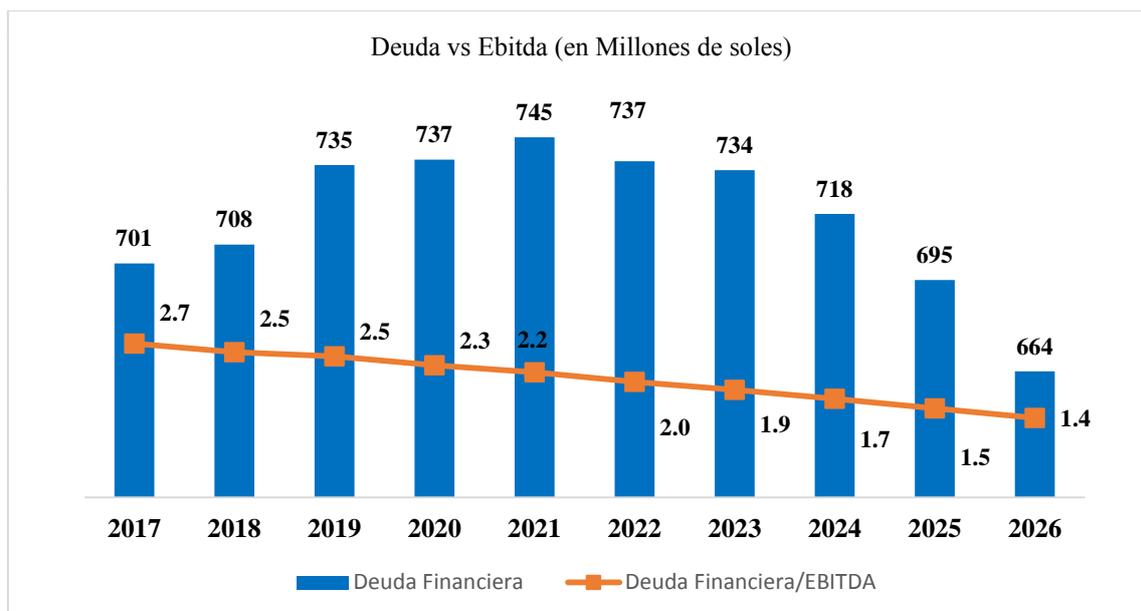


Figura 46. Evolución del ratio Deuda Financiera / EBITDA proyectado para Supermercados Peruanos

Tomando en consideración los múltiplos valor empresa entre EBITDA, Tabla 71, originados por la valoración vía flujo de caja libre se encuentra que Grupo Éxito vale 10.79 veces EBITDA y Supermercados Peruanos vale 9.04 veces EBITDA. Para el caso del Grupo Éxito el múltiplo implícito se encuentra dentro del rango mínimo 7.10 veces y el máximo 11.71 veces pero por encima del promedio de mercado 9.05 veces. El múltiplo implícito de Supermercados Peruanos se encuentra en el promedio de mercado.

Tabla 71

Múltiplos Comparables de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP) y de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Indicador / Año	(Millones de COP)	(Miles de PEN)
	Grupo Éxito	SPSA
EBITDA	1,460,435	276,908
Valor Empresa	15,759,247	2,503,353
Valor Empresa / Ebitda	10.79	9.04
Mediana Mercado Comparables	8.70	8.70
Promedio Mercado Comparables	9.05	9.05
Valor empresa según mediana del múltiplo	12,705,789	2,409,100
Valor empresa según promedio del múltiplo	13,963,946	2,506,479

Capítulo III: Reporte Financiero

3.1. Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones

Besley y Brigham (2016) mencionaron:

La empresa tras analizar una serie de factores, establece la estructura de capital meta que considera óptima y la utilizará como guía para reunir fondos en el futuro. Esta meta cambia a lo largo del tiempo, a medida que las condiciones varían, pero en un momento dado, la gerencia de la empresa tiene en mente una estructura de capital específica y las decisiones de financiamiento deben ser congruentes con la meta referida. Si la razón actual de deuda está por debajo de la meta, entonces es probable que se reúnan fondos a partir de la emisión de deuda, mientras que la razón de deuda está por encima de la meta, es probable que se vendan acciones para volver a colocar a la empresa dentro de la razón meta (p. 486).

Como se observa en el Estado de Situación Financiera proyectado (ver Apéndice C) la propuesta de crecimiento esta íntegramente financiada por la emisión de deudas y por los resultados positivos anualmente, en consecuencia no sería necesaria una emisión de acciones salvo para capitalizar resultados acumulados por exigencias de bancos para obtener un mayor financiamiento o por decisión del directorio.

En el caso de una recompra de acciones la Ley General de Sociedades (AeL, 2002) en su artículo 104 nos menciona que la sociedad puede adquirir sus propias acciones con cargo al capital únicamente para amortizarlas, previo acuerdo de reducción del capital adoptado conforme a ley. En caso la adquisición sea por un valor mayor al nominal, la diferencia será pagada con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad. También nos menciona que la empresa puede comprar sus acciones a título gratuito pudiendo reducir el número de acciones. La empresa Supermercados Peruanos no cotiza en bolsa sin embargo tiene la opción a reducir el número de acciones vía recompra de forma pagada o gratuita pagando al accionista vendedor dividendos en este último caso. Según el análisis Dupont de

la Tabla 72 el índice de rentabilidad (ROE) del 2016 está por debajo del ROE de su competidor Cencosud, si suponemos una reducción de acciones mejoraría el multiplicador financiero y por consiguiente el ROE, podemos también ver una simulación de recompra de acciones con el supuesto de pago mediante dividendos, lo que nos da un aumento del ROE en los años 2017, 2018, 2019 de 10.21%, 11.06%, 9.48%, respectivamente. Para obtener el ROE se multiplicó el margen de utilidad neta, la rotación de activos totales y el multiplicador financiero, cada uno de estos se obtuvo de la división de sus componentes mencionados en la Tabla 72. Cabe observar que las acciones se encuentran en fideicomiso.

Tabla 72

Análisis Dupont de SPSA (Expresado en Miles de S/.)

Indicador/Años	Simulación			
	2016	2017	2018	2019
Utilidad neta	70,753	102,088	110,582	94,840
Ventas	4,240,983	4,498,581	4,811,486	5,146,156
Margen utilidad neta	0.02	0.02	0.02	0.02
Ventas	4,240,983	4,498,581	4,811,486	5,146,156
Total Activos	2,914,995	3,087,860	3,274,120	3,470,534
Rotación de activos totales	1.45	1.46	1.47	1.48
Total Activos	2,914,995	3,087,860	3,274,120	3,470,534
Patrimonio	1,004,061	1,000,000	1,000,000	1,000,000
Multiplicador financiero	2.90	3.09	3.27	3.47
ROE Supermercados	7.05%	10.21%	11.06%	9.48%
ROE CENCOSUD	9.63%			

Grupo Éxito. Para el Grupo Éxito, la recompra y la emisión de acciones no son consideradas alternativas a seguir, entre las principales razones que avalan esta postura se destaca:

- Para fines del 2016 el nivel de endeudamiento alcanza 4.24 veces EBITDA.
- El mercado sigue castigando duramente el precio de la acción a raíz de la adquisición de CBD, tal como se reporta en el Capítulo 2.1.1.1

3.2. Análisis de posible emisión de deuda y categorización del riesgo

Supermercados Peruanos. Se realizó una simulación de posibles emisiones de deudas para SPSA según las clasificaciones de riesgo de la Tabla 13 conservando su patrimonio del 2016 de S/. 1'004,061 miles y EBIT del 2016 de S/. 158,671 miles, para esto se tomaron los indicadores financieros de la Tabla 12 y los ratios de cobertura de la Tabla 13. Según los cálculos que se muestran en la Tabla 73 el peso óptimo de emitir deuda es de 44% y un patrimonio de 56% dando un WACC mínimo de 8.57%, en esta estructura se obtiene un ratio de cobertura de 3 el cual tiene una clasificación de riesgo A-, considerando su EBIT del 2016, por lo tanto tendría que emitir acciones y deuda manteniendo esta estructura. La simulación se realizó tomando como base el EBIT 2016 y el ratio de cobertura que debería tener para cada clasificación de riesgo, con esto se pudo obtener el interés en soles y la tasa de la deuda que debería tener según la clasificación de riesgos de la Tabla 73 con estos datos se puede determinar una deuda implícita.

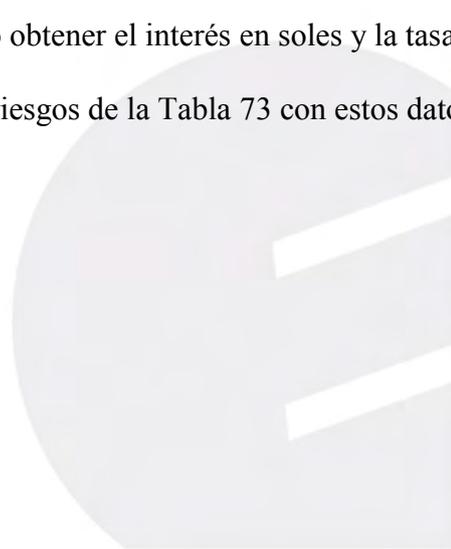
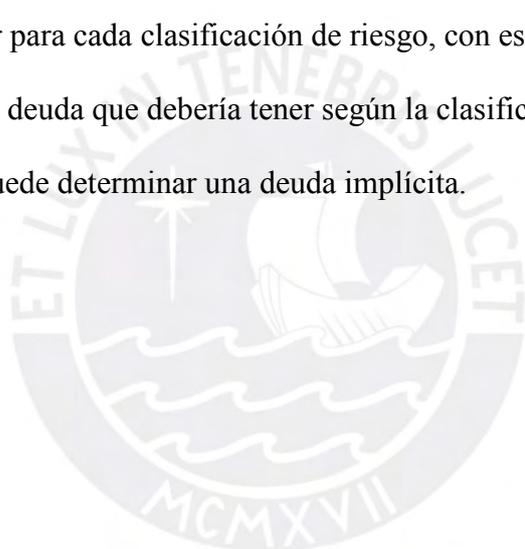


Tabla 73

Estimaciones de Deuda según Intereses de las Clasificaciones de Riesgo (Expresado en Miles de S/.)

Clasificación de riesgos	C	CC	CCC	B-	B	B+	BB	BB+	BBB	A-	A	A+	AA	AAA
Spread	12%	10%	8%	6%	4%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	0.35%
EBIT 2016 (En Miles S/.)	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671	158,671
intereses	793,355	244,109	198,339	126,937	105,781	90,669	79,335	70,520	63,468	52,890	37,334	28,849	24,411	18,667
Ratio de cobertura	0.20	0.65	0.80	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	3.00	4.25	5.50	6.50	8.50
Kd estimado	17.71%	15.71%	13.71%	11.71%	9.71%	8.96%	8.21%	7.71%	7.21%	6.71%	6.56%	6.41%	6.21%	6.06%
Deuda implícita	4,478,79	1,553,49	1,446,29	1,083,67	1,088,99	1,011,52	965,906	914,237	879,845	787,810	568,810	449,815	392,864	307,857
Patrimonio 2016	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06	1,004,06
D/E	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
D/E	4.46	1.55	1.44	1.08	1.08	1.01	0.96	0.91	0.88	0.78	0.57	0.45	0.39	0.31
Impuesto	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
Beta desapalancado	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Beta apalancado	3.32	1.68	1.62	1.41	1.41	1.37	1.35	1.32	1.30	1.25	1.12	1.05	1.02	0.97
Ke	23.41%	14.04%	13.70%	12.54%	12.55%	12.30%	12.16%	11.99%	11.88%	11.59%	10.89%	10.51%	10.32%	10.05%
Rf	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%
Beta	3.32	1.68	1.62	1.41	1.41	1.37	1.35	1.32	1.30	1.25	1.12	1.05	1.02	0.97
MRP	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%
Riesgo País	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%
WACC	14.49%	12.24%	11.32%	10.32%	9.58%	9.30%	9.04%	8.87%	8.71%	8.57%	8.62%	8.65%	8.65%	8.70%
D / [D+E]	82%	61%	59%	52%	52%	50%	49%	48%	47%	44%	36%	31%	28%	23%
E / [D+E]	18%	39%	41%	48%	48%	50%	51%	52%	53%	56%	64%	69%	72%	77%
kd	17.71%	15.71%	13.71%	11.71%	9.71%	8.96%	8.21%	7.71%	7.21%	6.71%	6.56%	6.41%	6.21%	6.06%
ke	23.41%	14.04%	13.70%	12.54%	12.55%	12.30%	12.16%	11.99%	11.88%	11.59%	10.89%	10.51%	10.32%	10.05%

Nota. Adaptado del Estado Financiero Auditado del 2016 de Supermercados Peruanos.

Grupo Éxito. La valoración de la primera etapa del Grupo Éxito, considera posibles emisiones de deuda en el mercado de capitales o préstamos bancarios que se reportan en la Tabla 74, flujo del financiamiento. Los desembolsos y amortizaciones tienen en cuenta las variables reportadas en la Tabla 75, entre lo que se destaca:

- Costo de la deuda en función del grado de endeudamiento, el costo de la deuda pasa de 7.62% en el año 2017 a 7.12% a partir del año 2022
- Nivel de endeudamiento medido como deuda financiera entre EBITDA, para el 2017 se sitúa en 3.65 veces y en 2026 es de 2.29 veces.
- Capacidad para cubrir el pago de intereses, relación EBITDA entre intereses, para el 2017 es 4.73 veces y para el 2026 es de 9.15 veces, según la clase de O' Brien (2016) niveles saludables son considerados por encima de 4 veces.

Tabla 74

Flujo del Financiamiento de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Flujo del financiamiento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
+ Desembolsos	170,410	1,992,593	483,871	470,663	552,989	229,979	307,323	113,194	313,393	348,059
- Amortizaciones	(556,819)	(1,857,957)	(538,357)	(450,840)	(652,300)	-	-	-	-	-
- Intereses	(322,161)	(431,597)	(320,430)	(315,372)	(323,005)	(277,797)	(299,685)	(307,746)	(330,067)	(354,856)
Escudo intereses	109,535	142,427	105,742	104,073	106,592	91,673	98,896	101,556	108,922	117,102
Flujo neto del financiamiento	(599,035)	(154,534)	(269,174)	(191,476)	(315,724)	43,855	106,534	(92,996)	92,249	110,306

Tabla 75

Consideraciones sobre el Endeudamiento Estimado de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
D/E	0.46	0.47	0.45	0.44	0.42	0.45	0.49	0.49	0.52	0.56
Tax Rate	34.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
Unlevered Beta	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93
Levered Beta	1.21	1.22	1.21	1.20	1.19	1.21	1.23	1.23	1.25	1.28
Ke	12.00%	12.08%	12.00%	11.98%	11.88%	11.98%	12.12%	12.13%	12.25%	12.40%
Rf	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%
Beta	1.21	1.22	1.21	1.20	1.19	1.21	1.23	1.23	1.25	1.28
MRP	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%	5.69%
Riesgo País										
Ponderado	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
Riesgo País Colombia	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
Riesgo País Uruguay	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%
Riesgo País Argentina	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%
WACC	9.81%	9.84%	9.83%	9.83%	9.83%	9.76%	9.72%	9.72%	9.69%	9.65%
D / [D+E]	31.43%	32.10%	31.08%	30.75%	29.49%	30.80%	32.67%	32.77%	34.34%	36.08%
E / [D+E]	68.57%	67.90%	68.92%	69.25%	70.51%	69.20%	67.33%	67.23%	65.66%	63.92%
kd	7.62%	7.62%	7.47%	7.47%	7.32%	7.12%	7.12%	7.12%	7.12%	7.12%
ke	12.00%	12.08%	12.00%	11.98%	11.88%	11.98%	12.12%	12.13%	12.25%	12.40%
EBITDA	1,005,578	1,211,836	1,397,368	1,492,011	1,611,566	1,702,172	1,830,413	1,880,714	2,020,579	2,174,491
EBIT	752,124	923,674	1,081,267	1,153,789	1,231,174	1,313,750	1,401,864	1,495,888	1,596,218	1,703,278
Intereses	212,626	289,170	214,688	211,299	216,413	186,124	200,789	206,190	221,145	237,753
(EBIT/intereses)	3.54	3.19	5.04	5.46	5.69	7.06	6.98	7.25	7.22	7.16
Kd por Año	7.62%	7.62%	7.47%	7.47%	7.32%	7.12%	7.12%	7.12%	7.12%	7.12%
Deuda	3,669,864	3,804,500	3,750,014	3,769,837	3,670,527	3,900,506	4,207,829	4,321,023	4,634,417	4,982,476
Equity	8,005,462	8,047,707	8,315,497	8,489,191	8,775,514	8,762,573	8,672,770	8,864,152	8,862,038	8,827,745
Deuda / EBITDA	3.65	3.14	2.68	2.53	2.28	2.29	2.30	2.30	2.29	2.29
EBITDA / Intereses	4.73	4.19	6.51	7.06	7.45	9.15	9.12	9.12	9.14	9.15

3.3. Propuestas de reestructuración de las empresas.

3.3.1. Crecimiento orgánico

Dentro del crecimiento orgánico también se considera la asignación de recursos para mejorar la eficiencia de la compañía, uno de los puntos a mejorar comparando con Grupo Éxito es el ratio de días de inventario. Para Grupo Éxito los ratios de inventario se sitúan en 45 días mientras que para Supermercados Peruanos es de 57 días, si Supermercados Peruanos mejorará su eficiencia con el nuevo centro de distribución y llegase al ratio de Grupo Éxito de 45 días y adicionalmente consideramos la inversión y su puesta en funcionamiento a partir de la primera mitad del año 2018 de la nueva planta de fabricación de alimentos y centro de distribución automatizado de aproximadamente S/. 200 millones los principales efectos estarían en la reducción en los días de inventario, la disminución de los gastos operativos, en el costo de ventas, así como una nueva estructura de financiamiento. Utilizando los siguientes supuestos: (a) una reducción en el costo de ventas del 0.5% estimado según su desviación estándar a partir de la mitad del año 2018, (b) aumento del CAPEX en 200 millones de soles en el 2017, (c) una reducción de los gastos operativos en 0.42% estimado según su desviación estándar a partir de la mitad del año 2018 y (d) una reducción en los días de inventario a 45 días a partir de la mitad del 2018, se realizó una nueva valoración (ver Tabla 76) el resultado arrojó un valor actual neto de empresa de S/. 2,998 millones, un ROE promedio de los diez años de proyección de 9.38%, un WACC de 8.87%, adicionalmente el financiamiento de terceros a lo largo del período implícito tiende a la baja lo que da oportunidad para tomar deuda en el futuro para nuevas inversiones destinadas a aumentar el crecimiento de metros cuadrados y la eficiencia operativa de la compañía.

El Grupo Éxito, después del plan de adquisiciones ejecutado en los últimos años busca materializar las sinergias estimadas que originaron el plan expansivo. Según el informe de gestión 2015, el directorio espera capturar sinergias que incrementen el margen EBITDA en 50 puntos básicos progresivamente hacia el cuarto año (Grupo Éxito, 2015)

El margen EBITDA recurrente de las operaciones en Colombia en los años 2014 y 2015 fue de 7.5% y 7.1% respectivamente, como parte del crecimiento orgánico se espera alcanzar un margen de 8% para el 2019 y mantenerlo durante toda la evaluación del Grupo Éxito sin Brasil. Un margen EBITDA de esa magnitud no es ajeno al negocio *retail*, Cencosud S.A. que por presencia geográfica tiene rasgos similares al Grupo Éxito ha mantenido un margen EBITDA promedio en los últimos cinco años de 8% (Bloomberg, 2016).

La mejora del margen EBITDA está ligado principalmente a la materialización de las posibles sinergias descritas en el capítulo 2.1.4.

La segunda parte del crecimiento orgánico está ligado a la valoración de la participación en CBD que se mantiene en 9.1 veces EBITDA.

El resultado de las mejoras propuestas se describe en la Tabla 77, donde el precio por acción alcanza los COP 28,959 lo que equivale a una apreciación del 11.67% con respecto al escenario base (COP 25,934). En la Tabla 78 se sensibilizan el margen EBITDA y el múltiplo valor empresa entre EBITDA, si el margen EBITDA a partir del 2019 se mantiene en los niveles del primer año de evaluación 6.24% y CBD se continua valuando a 9.05 veces EBITDA el valor de la acción cae hasta COP 17,448 devaluándose un 32.72% con respecto a la valuación base. Por otro lado, si se alcanza el margen esperado y CBD se valúa con el mayor múltiplo 11.71 veces EBITDA el precio de la acción sería de COP 31,947 apreciándose un 23.19%.

Tabla 76

Valorización de SPSA - Crecimiento orgánico (Expresado en Miles de S/.)

VARIABLES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	4,498,581	4,811,486	5,146,156	5,504,104	5,886,950	6,296,425	6,734,382	7,202,801	7,703,803	8,239,652	8,404,445
Ventas/m2 (miles de soles/m2)	14	14	15	15	15	16	16	16	17	17	
Total m2 de locales	319,077	334,579	350,835	367,880	385,753	404,495	424,147	444,754	466,363	489,021	
Costo de Ventas	-3,331,054	-3,549,572	-3,782,372	-4,045,460	-4,326,848	-4,627,808	-4,949,702	-5,293,985	-5,662,216	-6,056,060	-6,177,181
Margen bruto	1,167,526	1,261,914	1,363,784	1,458,644	1,560,102	1,668,617	1,784,680	1,908,816	2,041,586	2,183,592	2,227,264
Gastos operacionales	-905,270	-958,096	-1,013,891	-1,084,414	-1,159,842	-1,240,517	-1,326,802	-1,419,090	-1,517,797	-1,623,369	-1,655,837
EBITDA	262,257	303,818	349,892	374,230	400,260	428,100	457,878	489,726	523,789	560,222	571,427
Depreciación	-100,337	-50,031	-52,499	-55,089	-57,808	-60,661	-63,655	-66,798	-70,096	-73,558	-75,029
EBIT	161,919	253,787	297,393	319,140	342,452	367,440	394,222	422,928	453,693	486,664	496,398
Impuestos	-47,766	-74,867	-87,731	-94,146	-101,023	-108,395	-116,296	-124,764	-133,840	-143,566	-146,437
Depreciación y amortización	100,337	50,031	52,499	55,089	57,808	60,661	63,655	66,798	70,096	73,558	75,029
NOPAT	214,491	228,951	262,161	280,083	299,236	319,706	341,582	364,962	389,950	416,656	424,990
CAPEX	-377,962	-186,705	-195,877	-205,502	-215,601	-226,198	-237,316	-248,983	-261,225	-274,070	-75,029
Capital de trabajo	20,401	88,231	97,989	42,176	45,109	48,247	51,603	55,192	59,031	63,137	19,417
Perpetuidad										5,358,940	
FCF Empresa	-143,071	130,477	164,273	116,757	128,745	141,755	155,869	171,171	187,756	5,564,664	369,377
WACC	8.47%	8.47%	8.66%	8.55%	8.67%	8.65%	8.71%	8.77%	8.83%	8.89%	
Periodo	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Factor Descuento	0.922	0.850	0.780	0.720	0.660	0.608	0.557	0.510	0.467	0.427	
VAN FCF Empresa	-131,900	110,900	128,053	84,104	84,951	86,149	86,868	87,374	87,671	2,373,832	
Tasa de crecimiento (g)	2.00%										
VAN (S/.)	2,998,004										
Deuda	-685,570										
Caja	130,993										
Valor para accionistas	2,443,427										
Valor acción (S/.)	3.44										

Tabla 77

Valorización de Crecimiento Orgánico de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Normalizado 2027
EBITDA	1,005,578	1,211,836	1,467,206	1,565,612	1,670,619	1,782,669	1,902,234	2,029,818	2,165,959	2,311,232	2,380,568
Margen Ebitda	6.24%	7.05%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
Tasa Impositiva	34.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
- Impuestos	(255,722)	(304,812)	(356,818)	(380,750)	(406,288)	(433,538)	(462,615)	(493,643)	(526,752)	(562,082)	(578,944)
Cambios en Capital de Trabajo	147,482	116,489	91,130	130,415	139,162	148,495	158,455	169,083	180,423	192,524	91,890
- Δ Cuentas x Cobrar	(20,939)	(21,456)	(22,895)	(24,430)	(26,069)	(27,817)	(29,683)	(31,674)	(33,798)	(36,065)	(17,213)
- Δ Existencias	(102,466)	(136,040)	(145,164)	(154,901)	(165,290)	(176,376)	(188,206)	(200,829)	(214,299)	(228,672)	(109,143)
+ Δ Cuentas x Pagar	270,887	273,985	259,189	309,746	330,521	352,689	376,344	401,585	428,520	457,261	218,246
	897,338	1,023,513	1,201,517	1,315,277	1,403,493	1,497,627	1,598,073	1,705,257	1,819,630	1,941,674	1,893,514
CAPEX por m ² (Crecimiento)	10.11	10.42	10.73	11.05	11.38	11.72	12.08	12.44	12.81	13.20	
- CAPEX Mantenimiento Base	(163,494)	(174,459)	(186,160)	(198,646)	(211,970)	(226,187)	(241,357)	(257,545)	(274,819)	(293,251)	(485,349)
- CAPEX Crecimiento	(381,485)	(407,072)	(434,374)	(463,508)	(494,596)	(527,769)	(563,167)	(600,939)	(641,244)	(684,253)	
CAPEX	(544,979)	(581,531)	(620,535)	(662,155)	(706,566)	(753,956)	(804,524)	(858,484)	(916,063)	(977,504)	(485,349)
Flujo de caja libre	352,359	441,981	580,982	653,122	696,927	743,671	793,549	846,773	903,567	964,170	1,408,165
Perpetuidad										21,325,247	
WACC	9.81%	9.84%	9.82%	9.83%	9.82%	9.74%	9.70%	9.69%	9.65%	9.60%	
Factor Descuento	0.91	0.83	0.75	0.69	0.63	0.57	0.52	0.48	0.44	0.40	
Valor Presente FCFE	320,878	366,341	438,614	448,929	436,360	425,678	415,052	404,021	394,384	8,909,706	
Tasa crecimiento perpetuidad	3%										
Valor Empresa	12,559,963										
Deuda	4,056,273										
Caja	1,098,825										
Valor para accionistas	9,602,515										
Número de acciones :	447,604,316										
Valor CBD (18.75%)	3,359,740										
Total valor accionista de Éxito	12,962,255										
Precio por acción (en COP)	28,959										

Tabla 78

Sensibilidad Margen EBITDA y Múltiplo Valor empresa entre EBITDA

Múltiplo VE / EBITDA de CBD	Margen EBITDA a partir del tercer año				
	6.24%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%
7.10	15,255	20,107	23,395	26,766	30,242
8.00	16,267	21,119	24,406	27,777	31,254
9.05	17,448	22,301	25,588	28,959	32,436
10.00	18,514	23,366	26,654	30,025	33,502
11.71	20,436	25,288	28,576	31,947	35,423

3.3.2. Crecimiento inorgánico

Supermercados Peruanos. Un crecimiento inorgánico sería indicado siempre y cuando mejore sus ratios de crecimiento a través de la sinergia y el valor actual neto del proyecto agregue valor a la empresa. En un supuesto que se adquiriera las tiendas Tambo de la familia Lindley con una adquisición al costo de sus 140 tiendas actuales de S/. 46,200 miles en el 2017 y con sus ventas actuales de S/. 16.5 miles por metro cuadrado el valor de la empresa sería de S/. 2,651 millones, como se puede ver en la Tabla 79. Así mismo se puede observar que si el precio de adquisición llegase a S/. 96,200 miles las ventas por metro cuadrado de esta adquisición deberían ser mayores a S/. 6.39 miles para que no pierda valor la empresa con respecto a su valorización base.

Tabla 79

Escenarios del valor de SPSA con un crecimiento inorgánico (Expresado en Miles de S/.)

Ventas por metro cuadrado	CAPEX/m2				
	46,200	96,200	146,200	196,200	246,200
6.39	2,545,950	2,503,872	2,461,794	2,419,780	2,377,726
8.50	2,567,911	2,525,833	2,483,754	2,441,737	2,399,682
10.50	2,588,709	2,546,629	2,504,551	2,462,530	2,420,475
13.00	2,614,702	2,572,623	2,530,543	2,488,519	2,446,463
16.50	2,651,089	2,609,008	2,566,927	2,524,847	2,482,842

Grupo Éxito. El Proceso de crecimiento inorgánico para el Grupo Éxito inicia en el 2011 con la adquisición de Spice Investments Mercosur (Uruguay) y por el momento culmina

en el 2015 con las adquisiciones de CBD (Brasil) y Libertad (Argentina). Hacia adelante, no hay fundamentos económicos, financieros y estratégicos que puedan explicar nuevas adquisiciones. El Grupo Éxito se encuentra enfocado en rentabilizar las inversiones realizadas y aprovechar la diversificación geográfica y sinergias que pueda generar el plan expansivo ejecutado.



Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

Luego de un minucioso análisis de las modelaciones financieras, las sensibilidades y el sustento teórico de las empresas Supermercados Peruanos y Grupo Éxito, se presentan las siguientes conclusiones y recomendaciones.

4.1 Conclusiones

- El desempleo, la inflación y un crecimiento económico lento afectan negativamente los canales modernos del sector *retail*, sin embargo la población necesita el consumo. Actualmente el perfil del consumidor es más exigente que el pasado y se demanda más experiencia que el bien en sí, adicionalmente busca marcas globales y formatos de *retail* más organizados.
- El Perú es atractivo para la inversión en *retail* y se encuentra en la zona de auge y expansión, pero sólo representa el 26% de penetración de mercado. El cobre es un driver importante para la economía peruana. El mercado peruano sigue siendo atractivo para incrementar los planes de expansión.
- Los precios del Petróleo han caído, éste es un driver importante en la economía Colombiana que afecta el consumo directamente y por ende los supermercados, en ese sentido la economía Colombiana se encuentra debilitada. Sin embargo, el sector supermercados es el de mejor performance, por lo tanto, el mercado colombiano tiene un amplio potencial para seguir expandiéndose.
- Las ventas online o ventas electrónicas en los supermercados de Perú y de Colombia aún es baja.
- La empresa Supermercados Peruanos obtuvo el 36% de participación del mercado peruano en el año 2015, mientras que el Grupo Éxito tuvo una participación de 49% para el mismo año.

- Los inputs de valor más sensibles para ambas empresas son el costo del CAPEX por metro cuadrado, el costo de ventas y los gastos operativos, estos pueden agregar o disminuir valor si no se controlan y mejoran oportunamente.
- En la empresa Supermercados Peruanos el WACC es 8.72%, la estructura de capital está formada en el 2016 por 40.58% deuda financiera y 59.42% patrimonio y la estructura de capital óptimo teórico es de 46% deuda financiera. En la empresa Grupo Éxito el WACC de la primera etapa de la valoración es 9.67%, la estructura de capital está formada en el 2016 por 34.44% deuda financiera y 65.56% patrimonio y la estructura de capital óptimo teórico es de 25.2% deuda financiera.
- La valorización a 10 años de Supermercados Peruanos con los inputs de valor mencionados nos da un valor empresa de S/. 2,503 millones de soles, un múltiplo valor empresa entre EBITDA de 9.04 y un precio por acción es de S/ 2.75. La valorización del Grupo Éxito con los inputs menciones nos da un valor empresa de COP 15'759,247 millones, un múltiplo valor empresa entre EBITDA de 10.79 y el precio por acción es de COP 25,934, lo que equivale a una apreciación del 66% con respecto al precio del 31 de mayo 2017 (COP 15,600).
- En el análisis Dupont se identificaron los drivers del retorno sobre el patrimonio. Para ambas empresas una mejora en la rotación de activos vía aumento de ventas con una mejora en la productividad o una disminución de activos mejoraría el ratio de rentabilidad, tendría que tener cuidado con un aumento en sus inversiones para no aumentar el activo y bajar su ratio de rentabilidad a menos que aumenten en sus ventas a la par. Adicionalmente, el ratio eficiencia operativa sería clave para incrementar el retorno sobre el patrimonio, ambas empresas deberían mejorar su estructura de gastos operativos a pesar de que es un sector cuya característica es tener una estructura amplia de gastos para comercializar sus productos y mejorar la experiencia del cliente. El Grupo

Éxito tiene un limitante para mejorar su ratio de apalancamiento ya que tiene un alto costo de deuda. La empresa Supermercados Peruanos tiene poco espacio para apalancarse más según su estructura óptima de financiamiento.

- El crecimiento orgánico aumenta más el valor de la empresa que un crecimiento inorgánico en nuestra propuesta, demostrando que una mejora en eficiencia operativa agrega más valor a la empresa, sin embargo hay que observar que un crecimiento orgánico en tiendas por conveniencia en los lugares donde se tenga menos presencia agregaría valor por medio del aumento de ventas por metro cuadrado como se advirtió en el crecimiento inorgánico.
- El sector *retail* es un sector dinámico con espacio para el crecimiento sin embargo se necesita mucha inversión para penetrar más en el mercado, comercializar sus productos y mejorar la experiencia del cliente por este motivo se debe tener un buen equilibrio entre en financiamiento y el crecimiento ya que el CAPEX es muy sensible y disminuye en gran medida el valor de la empresa.

4.2 Recomendaciones

- Supermercados Peruanos tiene espacio para mejorar sus ratios de gestión, comparándolo con el desempeño del Grupo Éxito los días de inventario podrían reducirse al implementar un centro de distribución especializado y a su vez reduciría los gastos operativos.
- La penetración de marcas propias de los supermercados en Colombia es el doble que Perú, la oportunidad de impulsar este mix de ventas es el que genera el mayor incremento en los márgenes.
- El Grupo Éxito debería enfocarse en monetizar todas las sinergias que impulsaron el plan agresivo de adquisiciones, esto debería tranquilizar al mercado financiero que después del excesivo premio pagado por CBD continúa castigando el precio de la acción.

- Sobre ponderar la acción del Grupo Éxito, el mercado le está aplicando un fuerte descuento.
- Impulsar el desarrollo del canal online, donde se presenta una creciente demanda de consumidores jóvenes.
- Supermercados Peruanos debería desarrollar nuevos formatos como las tiendas de conveniencia y mayoristas.



Referencias

- Alvarez, C (2017). América Latina 2017: Desaceleración y Despegue. *Strategia*, (45), pp. 22-27.
- Aramburu, A., Restrepo, M. & Monteiro, F. (2015). *Almacenes Éxito: Exito acquires 50% voting stake in CBD*. BTG Pactual. Recuperado de <https://www.btgpactual.com/Research/OpenPdf.aspx?file=29314.pdf>
- AtKearney (2016). The 2016 Global Retail Development Index [GRDI]. *Global Retail Expansion at a Crossroads*. Recuperado de <https://www.atkearney.com/documents/10192/8226719/Global+Retail+Expansion+at+a+Crossroads%E2%80%932016+GRDI.pdf/dc845ffc-fe28-4623-bdd4-b36f3a443787>.
- Apaza, M. (2013). *Guía práctica de finanzas corporativas*. Lima, Perú: Pacifico Editores.
- Auerbach, M. Salem Press Encyclopedia. *Retail trade and service industry*. Recuperado de: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/detail/detail?vid=5&sid=0580521e-5d04-4247-8c4e-5507bde02646%40sessionmgr103&bdata=Jmxhbm9ZXMmc2l0ZT11ZHMtbG12ZSZzY29wZT1zaXRl#AN=89088217&db=ers>
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2017a). *Cuadros Anuales Históricos: Producto bruto interno por sectores productivos desde 1951*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2017b). *Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2018*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2017/marzo/report-de-inflacion-marzo-2017.pdf>
- Banco de la República de Colombia [BANREP] (2015). *Comunicados de prensa: Junta Directiva del Banco de la República reitera meta de inflación de 3%*. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-27-11-2015-2>

- Banco de la República de Colombia [BANREP] (2017a). *Estadísticas: Subastas TES en pesos colombianos*. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/tes>
- Banco de la República de Colombia [BANREP] (2017b). *Preguntas más frecuentes: ¿Qué son los TES?*. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/page/qu-son-tes>
- BBVA Research (2017a). *Situación América Latina 2do Trimestre 2017*. DC: Autor. Recuperado de <https://www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-latinoamerica-segundo-trimestre-2017/>
- BBVA Research (2017b). *Situación Colombia 2T17*. DC: Autor. Recuperado de https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2017/04/Presentacion_SC2T17.pdf
- Belapatiño, V., Broncano, M., Crispin, Y., Perea, H., (2016). Sector Retail. *BBVA Research*. Recuperado de <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/peru-el-sector-retail/>
- Besley, S., & Brigham, E. (2009). *Fundamentos de administración financiera*. México, D.F.: Cengage Learning, 2009.
- Bloomberg Business (s.f.). *Bloomberg*. Recuperado el 29 de Abril de 2017, de: <http://bloomberg.com>
- Bloomberg. (2016). *Estados Financieros de Cencosud S.A. Rentabilidad*. Recuperado de <http://bloomberg.com>
- BMI Research (2016). *Colombia Retail Report*. Recuperado de <http://store.bmiresearch.com/colombia-retail-report.html>.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2015). *Principios de finanzas corporativas*. México D. F.: McGraw-Hill Education, 2015.
- Cencosud. (2016). *Acerca de Cencosud. Memoria Anual*. Recuperado de http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/es/2016/Annual/MEMORIA-ANUAL-2016.pdf

- Cencosud. (2015). *Acerca de Cencosud. Memoria Anual*. Recuperado de [http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2015/Annual/Memoria-Anual-2015-\(ESP\).pdf](http://s2.q4cdn.com/740885614/files/doc_financials/2015/Annual/Memoria-Anual-2015-(ESP).pdf)
- Court, E. (2012). *Finanzas corporativas* (2a ed.). Buenos Aires, Argentina: Cengage Learning.
- Conozca los proyectos de InRetail para este 2016 (2016). *Perú Retail*. Recuperado el 2 de marzo de 2017, del sitio web: <http://www.peru-retail.com/proyectos-inretail-2016/>
- Con el modelo Omnicanal los clientes escogen cómo y cuándo comprar. (Abril, 2014). *Nosacerca* (30), 1-16. Recuperado de <https://www.grupoexitocom.co/phocadownload/Boletin-Nosacerca/nosacerca-30.pdf>
- EFM CAPITAL (2016). *Análisis de industria: retail*. Recuperado el 01 de agosto de 2016, del sitio web: http://efmcapital.com/img/blog/7f6440_analisis-de-industria-retail-agosto-2016.pdf
- El Comercio (2016). *Marcas propias de supermercado ganan terreno entre clientes*. Recuperado el 10 de setiembre de 2016, de web de Comercio: <http://elcomercio.pe/economia/mercados/marcas-propias-supermercados-ganan-terreno-entre-clientes-noticia-1930615>
- Éxito compró Cadenalco. (2013, Agosto). *Dinero*. Recuperado de <http://www.dinero.com/edicion-impresacaratula/articulo/exito-compro-cadenalco/182458>
- Falabella. (2016). *Acerca de Falabella. Memoria Anual*. Recuperado de <http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/memoriaWeb/2016/MemoriaSVS-2016.pdf>

- Falabella. (2015). *Acerca de Falabella. Memoria Anual*. Recuperado de <http://www.falabella.com/static/staticContent/content/minisitios/Inversionistas/memoriaWeb/2015/MemoriaFalabellaSVS.pdf>
- Fernández, P. (1998). *Valoración de empresas*. Madrid, España: Gestión 2000.
- Forsyth, A. (2004). *Finanzas empresariales: rentabilidad y valor*. Lima, 2004.
- García, F., Hernández, M., Llanes, M., Reyes, A., Tellez, J., (2017). Situación Colombia 2T17. *BBVA Research*. Recuperado de https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2017/04/COLOMBIA_2T17-2.pdf
- Garro, P., (2016). *Fundamentos de clasificación de riesgo supermercados peruanos S.A.*, (23), 1-10. Class & Asociados S.A. (2016). Lima, Perú. Recuperado en mayo de 2016 de <http://www.classrating.com/SPeruanos.pdf>
- Gerold Doplbauer (2016). El Retail Europeo 2016. *GfK Geomarketing GmbH*. Recuperado de https://www.gfk.com/fileadmin/user_upload/dyna_content/ES/documents/RETAIL_EUROPEO_2016.pdf
- Giordano, J., Larrain, N. & Ptronilho, O. (2017) *Andean Retail 101: Our Guide to Play the Space. Favoring Peru and Chile. Top Picks Are InRetail and Falabella*. Latin America Equity Research. JP Morgan. Recuperado de Pontificia Universidad Católica del Perú, CENTRUM.
- Goedhart, M. H., Koller, T., & Rehm, W. (2015). Getting a better handle on currency risk. *McKinsey&Company*. Recuperado de http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/getting_a_better_handle_on_currency_risk
- Grupo Éxito (2011). *Informe y balance Grupo Éxito 2011*. Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>

- Grupo Éxito (2012). *Informe y balance Grupo Éxito 2012*. Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>
- Grupo Éxito (2013). *Informe y balance Grupo Éxito 2013*. Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>
- Grupo Éxito (2014). *Informe y balance Grupo Éxito 2014*. Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>
- Grupo Éxito (2015). *Informe y balance Grupo Éxito 2015*. Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/accionistas-e-inversionistas/informacion-financiera>
- Grupo Éxito (2016). *Informe integrado Grupo Éxito 2016*. Recuperado de https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/Informe_Integrado_y_EEFF_con_notas_Grupo_Exito_2016.pdf
- Grupo Éxito (2016a) Presentación Corporativa Grupo Éxito 2016. Recuperado de https://www.grupoexito.com.co/files/inversionistas/pdf/Presentaciones_Corporativas/Prsentacion_Corporativa_2016.pdf
- Grupo Éxito (2017a). *Nosotros. Filosofía*. Obtenido de la web de Grupo Éxito.: Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/nosotros/filosofia>
- Grupo Éxito (2017b). *Presentación Resultados Financieros 4T16*. Recuperado de https://www.grupoexito.com.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/Presentacion_resultados_financieros_4T2016_y_ao_2016.pdf
- Grupo Éxito (2017c). *Sala de Prensa. Noticia*. Obtenido de la web de Grupo Éxito.: Recuperado de <https://www.grupoexito.com.co/es/sala-de-prensa/noticias/grupo-exito-registro-ingresos-operacionales-por-13-5-billones-con-un-incremento-del-12-9-y-un-ebitda-recurrente-de-731-mil-millones-con-un-crecimiento-del-34-9-en-el-primer-trimestre-del-ano>

- InRetail Perú Corp. (2017). *InRetail: Corporate Presentation March 2017*. Recuperado de [web:http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/1/jer/presentations/4Q'16%20Corporate%20Presentation_InRetail%20vf2.pdf](http://www.inretail.pe/repositorioaps/1/1/jer/presentations/4Q'16%20Corporate%20Presentation_InRetail%20vf2.pdf)
- Kantar Worldpanel (2016). *The Future of e-commerce in FMCG*. DC: Autor. Recuperado de <https://www.kantarworldpanel.com/co/Noticias/E-commerce-crece-15-globalmente-llegando-a-48-mil->
- Decreto Legislativo N° 1261. Diario Oficial El Peruano, Lima, Perú, 10 de diciembre de 2016.
- De Lara, A. (2005). *Medición y control de riesgos financieros* (3a. ed.). México D.F., México: Limusa.
- Ley N° 1819. Presidencia de la Republica de Colombia, Bogotá, Colombia, 29 de diciembre de 2016. Recuperado de <http://es.presidencia.gov.co/normativa/leyes>
- Ley general de sociedades: texto ordenado, sumillado y concordado. Lima: Aele, 2002.
- Madura, J. (2015). *International financial management*. Stamford, CT: Cengage Learning, 2015.
- Nielsen. (2015, diciembre) *6 Tendencias del Retail en América Latina*. Recuperado de <http://www.nielsen.com/content/dam/niensenglobal/latam/docs/reports/2016/Report6TendenciasdelRetailenLatinoamerica.pdf>
- O'Brien, J. (2016). Estructura Óptima de Capital. *Maestría en Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero IV. Finanzas Corporativas*. Sesiones 11-12. Oxford. (2016). *Oxford Dictionaries Online*. Recuperado de <http://www.oxforddictionaries.com/>
- Pergler, M., & Lamarre, E. (2009). Uppgrading your risk assessment for uncertain times [Actualización de la evaluación de riesgos para tiempos de incertidumbre]. *McKinsey Working Papers on Risk*, 2009(9).

- Perú Retail. *Tambo +: La tienda de conveniencia que mezcla el canal tradicional con lo moderno*. Recuperado del 01 de abril de 2015, del sitio web: <http://www.peru-retail.com/tambo-la-tienda-de-conveniencia-que-mezcla-el-canal-tradicional-con-lo-moderno/>
- Perú Retail. *Plaza Vea abrirá un Supermercado en el corazón del Cercado de Lima*. Recuperado el 9 de enero de 2017, del sitio web: <http://www.peru-retail.com/plaza-vea-abrira-supermercado-corazon-cercado-lima/>
- Perú Retail. *¿Cómo se está desarrollando el sector de supermercados en el Perú?* Recuperado del 23 de febrero de 2017, del sitio web: <http://www.peru-retail.com/como-esta-desarrollando-sector-supermercados-peru/>
- Perú Retail. *Supermercados apuestan por el ecommerce en el Perú*. Recuperado el 10 de abril de 2017, del sitio web: <http://www.peru-retail.com/supermercados-apuestan-ecommerce-peru/>
- Perú Retail. *Estrategia de “precios bajos” de Plaza Vea eleva ventas de Supermercados Peruanos*. Recuperado el 12 de mayo de 2017, del sitio web: <http://www.peru-retail.com/estrategia-precios-bajos-plaza-vea-ventas-supermercados-peruanos/>
- Realp, J. (2009). Valoración de empresas en el contexto de una due diligence: caso práctico mediante el método de descuento de flujos libres de caja y el método de múltiplos comparables. *Revista de contabilidad y dirección*. (8), 191–206.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentos de finanzas corporativas* (9a ed.). México D.F., México: Mc Graw Hill.
- Rotkowsky, A & Clough, E. (2013). How to Estimate the Long-Term Growth Rate in the Discounted Cash Flow Method. *Forensic Analysis Insights—Business Valuation*. (p. 9-20). Recuperado de http://www.willamette.com/insights_journal/13/spring_2013_2.pdf

Ruberto, G. (2016) *La apuesta de Lindley por las tiendas por conveniencia Tambo+*.

Recuperado el 26 de diciembre de 2016, del sitio

web: <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/comercio/206365-la-apuesta-de-lindley-por-las-tiendas-de-conveniencia-tambo/>

SMU. (2016). *Nuestra Compañía. Memoria Anual*. Recuperado de

http://www.svs.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=28d517d8379ccc76bf0a99313c5280c2VFdwQmVFNTZRVEJOUkVFeVRXcEpNVTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1495890820 Supermercados Peruanos. (2017). *Reporte de Sostenibilidad*

Corporativa de Supermercados Peruanos. Recuperado de Web de la SMV:

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Reporte%20Sostenibilidad%20SPSA%202016%20Anexo%20B.pdf>

Supermercados Peruanos. (2017). *Reporte de Sostenibilidad Corporativa de Supermercados Peruanos*. Recuperado de Web de la SMV:

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Reporte%20Sostenibilidad%20SPSA%202016%20Anexo%20B.pdf>

Supermercados Peruanos. (2016). *Información de la Empresa. Memoria Anual*. Recuperado de Web de la SMV:

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/DIA%20SPSA%202016.pdf>

Apéndice A: 2016 Global Retail Development Index

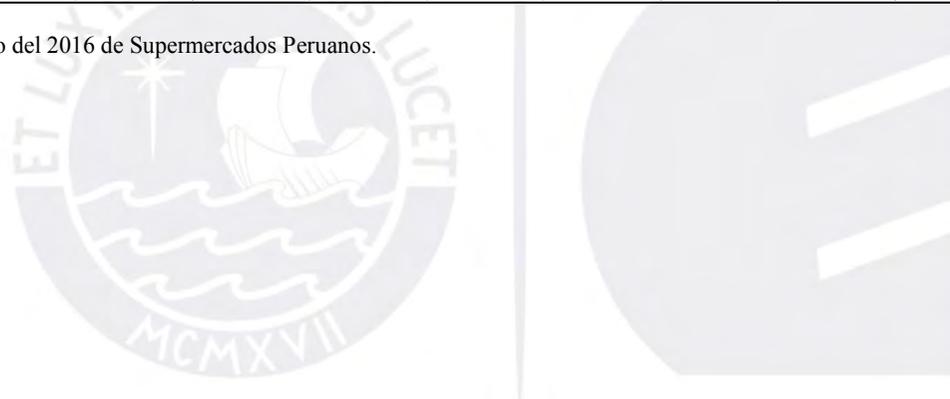
2016 rank	Country	Market size (25%)	Country risk (25%)	Market saturation (25%)	Time pressure (25%)	GRDI score	Population (million)	GDP per capita, PPP	National retail sales (\$ billion)
1	China	100.0	61.2	36.2	92.5	72.5	1,372	14,190	3,046
2	India	53.7	54.3	75.8	100.0	71.0	1,314	6,209	1,009
3	Malaysia	81.2	83.4	23.5	50.4	59.6	31	26,141	93
4	Kazakhstan	56.4	37.3	61.9	70.2	56.5	18	24,346	48
5	Indonesia	64.3	38.9	50.2	68.9	55.6	256	11,112	324
6	Turkey	85.9	46.4	31.9	53.1	54.3	78	20,277	241
7	United Arab Emirates	95.2	100.0	1.3	18.0	53.6	10	66,997	69
8	Saudi Arabia	91.2	64.9	21.3	31.5	52.2	32	53,565	109
9	Peru	47.3	52.8	50.4	57.2	51.9	31	12,077	70
10	Azerbaijan	33.9	30.8	80.9	59.3	51.2	10	18,512	17
11	Vietnam	22.7	24.5	68.7	87.4	50.8	92	6,020	87
12	Sri Lanka	25.4	38.7	76.7	62.0	50.7	21	11,120	31
13	Jordan	52.3	47.5	60.2	39.7	49.9	21	12,162	14
14	Morocco	29.8	51.2	62.9	54.3	49.5	34	8,194	39
15	Colombia	49.0	63.6	46.5	36.9	49.0	48	13,794	91
16	Philippines	36.6	42.6	41.0	70.7	47.7	103	7,318	134
17	Dominican Republic	54.4	14.8	60.7	53.3	45.8	11	14,771	30
18	Algeria	17.6	6.0	92.0	65.2	45.2	40	14,163	42
19	Nigeria	21.3	9.1	89.5	55.4	43.8	182	6,185	125
20	Brazil	85.9	65.7	20.4	0.0	43.0	205	15,690	445
21	Côte d'Ivoire	0.9	8.2	97.6	65.3	43.0	23	3,304	13
22	Russia	93.6	26.6	6.1	40.9	41.8	144	23,744	448
23	Zambia	0.0	20.1	84.4	62.0	41.6	15	4,165	11
24	Romania	45.3	54.6	0.0	61.0	40.2	20	20,698	45
25	Paraguay	16.0	17.0	87.1	38.2	39.6	7	8,671	11
26	Tunisia	28.1	34.9	73.2	18.5	38.7	11	11,450	15
27	South Africa	54.9	67.7	9.1	15.2	36.7	55	13,197	102
28	Ghana	4.6	28.5	100.0	10.9	36.0	28	4,216	15
29	Kenya	4.5	3.1	75.5	59.2	35.6	44	3,246	26
30	Egypt	24.1	3.0	67.0	44.7	34.7	89	11,262	133

0 = low attractiveness	100 = high attractiveness	0 = high risk	100 = low risk	0 = saturated	100 = not saturated	0 = no time pressure	100 = urgency to enter
------------------------	---------------------------	---------------	----------------	---------------	---------------------	----------------------	------------------------

Apéndice B: Estado de Ganancias y Pérdidas Proyectado de Supermercados Peruanos (Expresado en Miles de S/.)

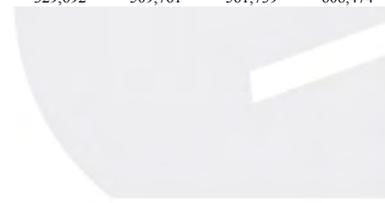
Concepto	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020	2,021	2,022	2,023	2,024	2,025	2,026
Ingreso totales	3,325,104	3,756,624	4,076,984	4,240,983	4,498,581	4,811,486	5,146,156	5,504,104	5,886,950	6,296,425	6,734,382	7,202,801	7,703,803	8,239,652
Costo de ventas	-2,479,677	-2,794,002	-3,012,490	-3,110,643	-3,331,054	-3,562,751	-3,810,563	-4,075,612	-4,359,097	-4,662,300	-4,986,593	-5,333,443	-5,704,418	-6,101,197
Margen bruto	845,427	962,622	1,064,494	1,130,340	1,167,526	1,248,735	1,335,593	1,428,492	1,527,853	1,634,125	1,747,789	1,869,359	1,999,384	2,138,454
Gastos operativos	-635,090	-732,528	-799,392	-853,432	-905,270	-968,237	-1,035,584	-1,107,615	-1,184,657	-1,267,058	-1,355,190	-1,449,452	-1,550,271	-1,658,102
EBITDA	210,337	230,094	265,102	276,908	262,257	280,498	300,009	320,876	343,195	367,067	392,599	419,907	449,114	480,353
Depreciación y amortización	-82,582	-94,032	-107,042	-118,237	-47,679	-50,031	-52,499	-55,089	-57,808	-60,661	-63,655	-66,798	-70,096	-73,558
EBIT	127,755	136,062	158,060	158,671	214,577	230,467	247,510	265,787	285,388	306,406	328,944	353,109	379,018	406,795
Gastos financieros	-63,862	-67,918	-53,498	-45,769	-27,539	-27,868	-73,750	-34,606	-54,355	-40,358	-49,633	-45,097	-44,162	-42,751
Diferencia de cambio	-41,490	-31,856	-48,331	5,727										
Pérdida neta no operacional	-1,533	-10,037	-5,495	-5,838										
Utilidad antes de impuestos	20,870	26,251	50,736	112,791	187,039	202,600	173,760	231,181	231,032	266,048	279,310	308,012	334,856	364,044
Gasto de impuestos a las ganancias	-11,364	-11,650	-23,571	-42,038	-84,951	-92,018	-78,919	-104,999	-104,932	-120,836	-126,859	-139,895	-152,087	-165,344
Utilidad Neta	9,506	14,601	27,165	70,753	102,088	110,582	94,840	126,182	126,100	145,212	152,451	168,117	182,769	198,700

Nota. Adaptado del Estado Financiero Auditado del 2016 de Supermercados Peruanos.



Apéndice C: Estado de Ganancias y Pérdidas Proyectado de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

■ Estado de ganancias y pérdidas (en millones de Pesos)	Real															
	COLOMBIA		COLOMBIA		COLOMBIA		URUGUAY	ARGENTINA	CONSOLIDADO SIN BRASIL							
	2014	2015	2016			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ventas	9,758,680	10,535,419	11,266,801	2,402,427	1,425,367	15,094,595	16,107,000	17,187,308	18,340,073	19,570,155	20,882,739	22,283,359	23,777,920	25,372,722	27,074,489	28,890,394
Costo de Ventas	-7,394,406	-7,996,657	-8,557,793	-1,569,869	-909,731	-11,037,393	-11,777,679	-12,567,616	-13,314,893	-14,207,933	-15,160,869	-16,177,719	-17,262,770	-18,420,596	-19,656,079	-20,974,426
Utilidad Bruta	2,364,274	2,538,762	2,709,008	832,558	515,636	4,057,202	4,329,321	4,619,692	5,025,180	5,362,222	5,721,871	6,105,640	6,515,150	6,952,126	7,418,410	7,915,968
Margen Bruto	24.23%	24.10%	24.04%	35%	36%	26.88%	26.88%	26.88%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%	27.40%
Gastos de administración y ventas	-1,808,741	-2,002,823	-2,239,542	-651,931	-460,880	-3,352,353	-3,577,198	-3,696,018	-3,943,913	-4,208,434	-4,490,696	-4,791,890	-5,113,286	-5,456,238	-5,822,191	-6,212,690
Utilidad Operativa	555,533	535,939	469,466	180,627	54,756	704,849	752,124	923,674	1,081,267	1,153,789	1,231,174	1,313,750	1,401,864	1,495,888	1,596,218	1,703,278
Margen Operativo	5.69%	5.09%	4.17%	7.52%	3.84%	4.67%	4.67%	5.37%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%
Depreciaciones y amortizaciones	192,763	209,442	230,677	7,782	14,083	252,542	253,455	288,162	316,101	338,223	380,392	388,422	428,549	384,826	424,360	471,213
EBITDA	748,296	745,381	700,143	188,409	68,839	957,391	1,005,578	1,211,836	1,397,368	1,492,011	1,611,566	1,702,172	1,830,413	1,880,714	2,020,579	2,174,491
Margen Ebitda	7.67%	7.08%	6.21%	7.84%	4.83%	6.34%	6.24%	7.05%	7.62%	7.62%	7.72%	7.64%	7.70%	7.41%	7.46%	7.53%
Gastos Financieros Neto	40,136	123,223	-459,710	7,899	-19,039	-470,850	-322,161	-431,597	-320,430	-315,372	-323,005	-277,797	-299,685	-307,746	-330,067	-354,856
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	595,669	659,162	9,756	188,526	35,717	1,443,932	429,963	492,077	760,837	838,417	908,169	1,035,953	1,102,179	1,188,142	1,266,152	1,348,422
Impuesto a las ganancias	-166,246	-230,082	-72,669				-146,187	-162,386	-251,076	-276,678	-299,696	-341,865	-363,719	-392,087	-417,830	-444,979
Utilidad Neta							283,775	329,692	509,761	561,739	608,474	694,089	738,460	796,055	848,322	903,443



Apéndice D: Estado de Situación Financiera Proyectado de Supermercados Peruanos (Expresado en Miles de S/.)

Concepto	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Activos														
+ Efectivo y equivalentes	163,351	122,343	110,384	130,993	138,950	148,614	158,951	170,008	181,833	191,480	208,008	222,476	237,951	254,502
+ Inversiones a corto plazo	0	0	0	46,513	46,513	46,513	46,513	46,513	46,513	46,513	46,513	46,513	46,513	46,513
+ Cuentas y pagarés por cobrar	42,889	39,866	27,501	35,248	43,375	46,392	49,619	53,070	56,761	60,709	64,932	69,448	74,279	79,446
+ Inventarios	367,084	466,351	482,383	504,076	530,574	567,479	606,951	649,169	694,322	742,617	794,271	849,517	908,607	971,806
+ Otros activos corrientes	100,377	104,892	111,751	72,219	72,219	72,219	72,219	72,219	72,219	72,219	72,219	72,219	72,219	72,219
Activos totales actuales	673,701	733,452	732,019	789,049	831,631	881,217	934,253	990,978	1,051,648	1,113,539	1,185,942	1,260,174	1,339,568	1,424,485
+ Inversiones LP	18,229	17,729	17,224	108,622	108,622	108,622	108,622	108,622	108,622	108,622	108,622	108,622	108,622	108,622
+ Activos fijos netos	1,551,688	1,683,273	1,815,919	1,904,414	2,029,605	2,160,879	2,298,531	2,442,870	2,594,222	2,752,928	2,919,344	3,093,846	3,276,825	3,468,695
+ <i>Activos fijos brutos</i>	2,051,433	2,250,903	2,416,333	2,585,026	2,754,959	2,933,148	3,119,995	3,315,919	3,521,363	3,736,787	3,962,678	4,199,544	4,447,919	4,708,360
- <i>Depreciación acumulada</i>	499,745	567,630	600,414	680,612	725,354	772,269	821,464	873,049	927,140	983,859	1,043,334	1,105,699	1,171,093	1,239,665
+ Otros activos a largo plazo	15,415	18,307	26,955	28,826	28,826	28,826	28,826	28,826	28,826	28,826	28,826	28,826	28,826	28,826
+ Intangibles Neto	74,680	77,399	82,166	84,084	89,175	94,575	100,302	106,375	112,817	119,648	126,893	134,577	142,726	151,368
+ <i>Intangibles brutos</i>	111,242	115,879	121,172	132,598	140,627	149,142	158,173	167,751	177,909	188,681	200,107	212,223	225,074	238,703
- <i>Amortización acumulada</i>	36,562	38,480	39,006	48,514	51,452	54,567	57,871	61,376	65,092	69,033	73,214	77,647	82,348	87,335
Activos totales LP	1,660,012	1,796,708	1,942,264	2,125,946	2,256,229	2,392,902	2,536,281	2,686,694	2,844,487	3,010,024	3,183,685	3,365,870	3,556,999	3,757,511
Activos totales	2,333,713	2,530,160	2,674,283	2,914,995	3,087,860	3,274,120	3,470,534	3,677,672	3,896,135	4,123,562	4,369,627	4,626,044	4,896,567	5,181,996
Pasivo y capital social														
+ Cuentas por pagar	777,424	810,666	868,099	939,056	994,082	1,063,227	1,137,181	1,216,280	1,300,880	1,391,364	1,488,143	1,591,652	1,702,362	1,820,772
+ Préstamos a corto plazo	133,868	55,328	117,619	123,705	103,206	152,967	65,121	134,186	41,540	91,923	0	0	0	0
+ Otro pasivo a corto plazo	119,541	124,813	136,095	189,413	189,413	189,413	189,413	189,413	189,413	189,413	189,413	189,413	189,413	189,413
Pasivos totales corrientes	1,030,833	990,807	1,121,813	1,252,174	1,286,701	1,405,607	1,391,716	1,539,879	1,531,832	1,672,701	1,677,556	1,781,065	1,891,775	2,010,185
+ Préstamos a largo plazo	586,836	572,225	545,370	561,865	485,737	332,770	267,649	133,463	91,923	0	0	0	0	0
+ Nueva deuda					112,377	222,117	402,703	469,682	611,632	644,901	733,660	718,450	695,494	663,813
+ Otros pasivos a largo plazo	54,297	60,987	73,794	96,895	96,895	96,895	96,895	96,895	96,895	96,895	96,895	96,895	96,895	96,895
Pasivo total a largo plazo	641,133	633,212	619,164	658,760	695,009	651,782	767,247	700,040	800,450	741,796	830,555	815,345	792,389	760,708
Pasivos totales	1,671,966	1,624,019	1,740,977	1,910,934	1,981,710	2,057,389	2,158,963	2,239,919	2,332,282	2,414,497	2,508,111	2,596,410	2,684,165	2,770,894
Capital	347,005	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445	389,445
Ganancia por emisión de acciones	139,079	327,427	327,427	327,429	327,429	327,429	327,429	327,429	327,429	327,429	327,429	327,429	327,429	327,429
Otras reservas de patrimonio	13,825	13,780	15,240	17,956	17,956	17,956	17,956	17,956	17,956	17,956	17,956	17,956	17,956	17,956
Resultados acumulados	161,838	175,489	201,194	269,231	371,319	481,901	576,741	702,923	829,023	974,236	1,126,687	1,294,804	1,477,573	1,676,272
Patrimonio total	661,747	906,141	933,306	1,004,061	1,106,149	1,216,731	1,311,571	1,437,753	1,563,853	1,709,066	1,861,517	2,029,634	2,212,403	2,411,102
Pasivo y capital totales	2,333,713	2,530,160	2,674,283	2,914,995	3,087,860	3,274,120	3,470,534	3,677,672	3,896,135	4,123,562	4,369,627	4,626,044	4,896,567	5,181,996

Nota. Adaptado del Estado Financiero Auditado del 2016 de Supermercados Peruanos

Apéndice E: Estado de Situación Financiera Proyecto de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Cuenta / Año	INDIVIDUAL COLOMBIA			CONSOLIDADO SIN BRASIL									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Activo													
Activo corriente													
Efectivo y equivalente de efectivo	2,706,110	810,647	1,098,825	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149
Cuentas por cobrar comerciales y diversas, neto	162,155	217,742	223,766	319,896	341,351	364,246	388,676	414,745	442,562	472,245	503,919	537,717	573,782
Gastos pagados por anticipado	25,883	18,008	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728	16,728
Cuentas por cobrar partes relacionadas	54,374	71,887	74,589	74,589	74,589	74,589	74,589	74,589	74,589	74,589	74,589	74,589	74,589
Existencias, neto	1,153,097	1,141,806	1,077,659	2,028,310	2,164,350	2,309,514	2,464,415	2,629,705	2,806,081	2,994,287	3,195,116	3,409,415	3,638,087
Activos por impuestos	67,925	133,373	191,457	191,457	191,457	191,457	191,457	191,457	191,457	191,457	191,457	191,457	191,457
Otros activos financieros	20,344	67,027	12,252	12,252	12,252	12,252	12,252	12,252	12,252	12,252	12,252	12,252	12,252
Activos no corrientes mantenidos para la venta	6,740												
Total activo corriente	4,196,628	2,460,490	2,695,276	3,495,380	3,652,876	3,820,935	4,000,266	4,191,625	4,395,818	4,613,707	4,846,210	5,094,307	5,359,044
Activo no corriente													
Propiedades, planta y equipo, neto	2,900,345	2,961,052	2,706,058	3,100,587	3,393,957	3,698,391	4,022,323	4,348,497	4,714,031	5,090,006	5,563,664	6,055,367	6,561,658
Propiedades de inversión, neto	98,535	96,442	103,005										
Plusvalía	1,056,621	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077	1,453,077
Activos intangibles distintos de la plusvalía, neto	81,419	140,115	174,413	174,413	174,413	174,413	174,413	174,413	174,413	174,413	174,413	174,413	174,413
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, neto	2,320,681	7,900,651	8,207,810	8,207,810	8,207,810	8,207,810	8,207,810	8,207,810	8,207,810	8,207,810	8,207,810	8,207,810	8,207,810
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	16,381	19,709	21,546	21,546	21,546	21,546	21,546	21,546	21,546	21,546	21,546	21,546	21,546
Gastos pagados por anticipado	12,918	12,996	12,638	12,638	12,638	12,638	12,638	12,638	12,638	12,638	12,638	12,638	12,638
Cuentas por cobrar partes relacionadas	0	0	2,045	2,045	2,045	2,045	2,045	2,045	2,045	2,045	2,045	2,045	2,045
Otros activos financieros	147,063	138,177	73,842	73,842	73,842	73,842	73,842	73,842	73,842	73,842	73,842	73,842	73,842
Otros activos no financieros	398	398	398	398	398	398	398	398	398	398	398	398	398
Total activo no corriente	6,634,361	12,722,617	12,754,832	13,046,356	13,339,726	13,644,160	13,968,092	14,294,266	14,659,800	15,035,775	15,509,433	16,001,136	16,507,427
Total activo	10,830,989	15,183,107	15,450,108	16,541,736	16,992,602	17,465,095	17,968,358	18,485,891	19,055,618	19,649,482	20,355,643	21,095,443	21,866,471



Apéndice E-1: Estado de Situación Financiera Proyectado de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Cuenta / Año	INDIVIDUAL COLOMBIA			CONSOLIDADO SIN BRASIL									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Pasivo y patrimonio neto													
Pasivo corriente													
Pasivos financieros	5,479	529,710	556,819	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisiones por beneficios a los empleados	5,360	4,103	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267
Otras provisiones	62,773	69,192	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2,437,895	2,505,973	2,968,222	4,085,021	4,359,006	4,618,195	4,927,941	5,258,461	5,611,150	5,987,494	6,389,079	6,817,600	7,274,861
Cuentas por pagar partes relacionadas	118,241	157,619	182,987	182,987	182,987	182,987	182,987	182,987	182,987	182,987	182,987	182,987	182,987
Pasivos por impuestos	78,289	108,086	44,302	44,302	44,302	44,302	44,302	44,302	44,302	44,302	44,302	44,302	44,302
Otros pasivos financieros	158,085	2,351	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos no financieros	71,194	84,803	151,277	151,277	151,277	151,277	151,277	151,277	151,277	151,277	151,277	151,277	151,277
Total pasivo corriente	2,937,316	3,461,837	3,930,675	4,490,655	4,764,640	5,023,829	5,333,575	5,664,095	6,016,784	6,393,128	6,794,713	7,223,234	7,680,495
Pasivo no corriente													
Pasivos financieros	36,416	3,911,747	3,499,454	3,669,864	3,804,500	3,750,014	3,769,837	3,670,527	3,900,506	4,207,829	4,321,023	4,634,417	4,982,476
Provisiones por beneficios a los empleados	42,205	32,257	26,762	26,762	26,762	26,762	26,762	26,762	26,762	26,762	26,762	26,762	26,762
Otras provisiones	13,214	8,520	23,093	23,093	23,093	23,093	23,093	23,093	23,093	23,093	23,093	23,093	23,093
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	573	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos por impuestos diferidos	44,670	190,776	201,049	278,512	278,512	278,512	278,512	278,512	278,512	278,512	278,512	278,512	278,512
Otros pasivos no financieros	51,588	49,488	47,388	47,388	47,388	47,388	47,388	47,388	47,388	47,388	47,388	47,388	47,388
Total pasivo no corriente	188,666	4,192,788	3,797,746	4,045,619	4,180,255	4,125,769	4,145,592	4,046,281	4,276,261	4,583,584	4,696,778	5,010,171	5,358,231
Total pasivo	3,125,982	7,654,625	7,728,421	8,536,274	8,944,895	9,149,598	9,479,167	9,710,377	10,293,045	10,976,712	11,491,491	12,233,405	13,038,726
Patrimonio neto													
Capital emitido	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482	4,482
Prima de emisión	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466	4,843,466
Acciones propias readquiridas	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734	-2,734
Total reservas	1,284,058	1,034,113	1,834,429	1,834,429	1,834,429	1,834,429	1,834,429	1,834,429	1,834,429	1,834,429	1,834,429	1,834,429	1,834,429
Ganancias acumuladas	1,576,747	1,690,171	1,144,736	1,428,511	1,470,756	1,738,546	1,912,240	2,198,563	2,185,622	2,095,819	2,287,201	2,285,087	2,250,794
Otros componentes en el patrimonio	-1,012	-41,016	-102,692	-102,692	-102,692	-102,692	-102,692	-102,692	-102,692	-102,692	-102,692	-102,692	-102,692
Total patrimonio neto	7,705,007	7,528,482	7,721,687	8,005,462	8,047,707	8,315,497	8,489,191	8,775,514	8,762,573	8,672,770	8,864,152	8,862,038	8,827,745
Total pasivo y patrimonio neto	10,830,989	15,183,107	15,450,108	16,541,736	16,992,602	17,465,095	17,968,358	18,485,891	19,055,618	19,649,482	20,355,643	21,095,443	21,866,471

Apéndice F: Estado de Flujo de Efectivo Contable de Supermercados Peruanos (Expresado en Miles de S/.)

Concepto	Período									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad Operativa	214,577	230,467	247,510	265,787	285,388	306,406	328,944	353,109	379,018	406,795
+ Depreciación	47,679	50,031	52,499	55,089	57,808	60,661	63,655	66,798	70,096	73,558
EBITDA	262,257	280,498	300,009	320,876	343,195	367,067	392,599	419,907	449,114	480,353
- Impuestos	(84,951)	(92,018)	(78,919)	(104,999)	(104,932)	(120,836)	(126,859)	(139,895)	(152,087)	(165,344)
Cambios en WK	20,401	29,223	31,256	33,430	35,755	38,242	40,902	43,747	46,790	50,044
- Δ Cuentas x Cobrar	(8,127)	(3,017)	(3,227)	(3,451)	(3,691)	(3,948)	(4,223)	(4,516)	(4,831)	(5,167)
- Δ Existencias	(26,498)	(36,905)	(39,472)	(42,217)	(45,154)	(48,295)	(51,654)	(55,247)	(59,089)	(63,199)
- Δ Caja										
+ Δ Cuentas x Pagar	55,026	69,145	73,954	79,098	84,600	90,485	96,778	103,510	110,710	118,410
	197,707	217,703	252,345	249,307	274,018	284,473	306,641	323,758	343,816	365,053
Actividades de Inversión										
- CAPEX AAF e INTANGIBLE	-177,962	-186,705	-195,877	-205,502	-215,601	-226,198	-237,316	-248,983	-261,225	-274,070
	19,745	30,999	56,468	43,805	58,417	58,276	69,325	74,775	82,592	90,983
Actividades de Financiamiento										
+ Desembolsos	112,377	222,117	402,703	469,682	611,632	644,901	733,660	718,450	695,494	663,813
- Amortizaciones	(96,627)	(215,583)	(375,084)	(467,824)	(603,868)	(653,171)	(736,825)	(733,660)	(718,450)	(695,494)
- Intereses	(27,539)	(27,868)	(73,750)	(34,606)	(54,355)	(40,358)	(49,633)	(45,097)	(44,162)	(42,751)
	(11,789)	(21,334)	(46,131)	(32,748)	(46,592)	(48,628)	(52,798)	(60,307)	(67,117)	(74,432)
Flujo de efectivo y equivalente	7,957	9,665	10,337	11,056	11,825	9,648	16,527	14,468	15,475	16,551
Efectivo y equivalente de efectivo del periodo anterior	130,993	138,950	148,614	158,951	170,008	181,833	191,480	208,008	222,476	237,951
Efectivo y equivalente de efectivo del final	138,950	148,614	158,951	170,008	181,833	191,480	208,008	222,476	237,951	254,502
Caja Periodo Final Después de dividendos	138,950	148,614	158,951	170,008	181,833	191,480	208,008	222,476	237,951	254,502

Nota. Adaptado del Estado Financiero Auditado del 2016 de Supermercados Peruanos

Apéndice G: Estado de Flujo de Efectivo Contable de Grupo Éxito (Expresado en Millones de COP)

Cuenta / Año	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad Operativa	752,124	923,674	1,081,267	1,153,789	1,231,174	1,313,750	1,401,864	1,495,888	1,596,218	1,703,278
+ Depreciación	253,455	288,162	316,101	338,223	380,392	388,422	428,549	384,826	424,360	471,213
EBITDA	1,005,578	1,211,836	1,397,368	1,492,011	1,611,566	1,702,172	1,830,413	1,880,714	2,020,579	2,174,491
- Impuestos	(255,722)	(304,812)	(356,818)	(380,750)	(406,288)	(433,538)	(462,615)	(493,643)	(526,752)	(562,082)
Cambios en Capital de Trabajo	147,482	116,489	91,130	130,415	139,162	148,495	158,455	169,083	180,423	192,524
- Δ Cuentas x Cobrar	(20,939)	(21,456)	(22,895)	(24,430)	(26,069)	(27,817)	(29,683)	(31,674)	(33,798)	(36,065)
- Δ Existencias	(102,466)	(136,040)	(145,164)	(154,901)	(165,290)	(176,376)	(188,206)	(200,829)	(214,299)	(228,672)
+ Δ Cuentas x Pagar	270,887	273,985	259,189	309,746	330,521	352,689	376,344	401,585	428,520	457,261
	897,338	1,023,513	1,131,680	1,241,676	1,344,440	1,417,130	1,526,253	1,556,154	1,674,250	1,804,933
CAPEX	(544,979)	(581,531)	(620,535)	(662,155)	(706,566)	(753,956)	(804,524)	(858,484)	(916,063)	(977,504)
Flujo Operativo	352,359	441,981	511,145	579,521	637,874	663,174	721,729	697,670	758,187	827,429
Actividades de Financiamiento										
+ Desembolsos	170,410	1,992,593	483,871	470,663	552,989	229,979	307,323	113,194	313,393	348,059
- Amortizaciones	(556,819)	(1,857,957)	(538,357)	(450,840)	(652,300)	-	-	-	-	-
- Intereses	(322,161)	(431,597)	(320,430)	(315,372)	(323,005)	(277,797)	(299,685)	(307,746)	(330,067)	(354,856)
Escudo intereses	109,535	142,427	105,742	104,073	106,592	91,673	98,896	101,556	108,922	117,102
	(599,035)	(154,534)	(269,174)	(191,476)	(315,724)	43,855	106,534	(92,996)	92,249	110,306
Flujo de efectivo	(246,676)	287,448	241,971	388,045	322,150	707,029	828,263	604,674	850,435	937,735
Dividendos Potenciales		287,448	241,971	388,045	322,150	707,029	828,263	604,674	850,435	937,735
Efectivo del periodo anterior	1,098,825	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149
Efectivo del periodo final	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149	852,149