

GRUPO ÉXITO

Colombia – Comercio al por menor

COMPRA

COBERTURA
EMISORES DE ACCIONES

EMISIÓN PARA LA EXPANSIÓN

Actualizamos nuestro modelo de valoración de Grupo Éxito, incorporando la actual emisión de 114.2 millones de acciones ordinarias junto con la adquisición de los activos en Uruguay por US\$746 millones y los positivos resultados de la compañía en lo corrido del año, obteniendo como resultado un valor fundamental (VF) para diciembre de 2012 de \$31,100, equivalente a un potencial de valorización de 33% frente al precio de mercado y de 42% frente al precio de emisión (VF para diciembre de 2011, \$28,660, con potencial de valorización de 25%). Lo que nos lleva a modificar nuestra recomendación de mantener a COMPRA.

Consideramos que los recursos provenientes de la emisión ([ver detalles](#)), además de concentrarse en la compra de la cadena de supermercados en Uruguay (Disco, Devoto y Geant), también permitirán acelerar el plan de expansión de la compañía en Colombia, buscando tasas de crecimiento en metros cuadrados entre el 8% y 10% anual, superiores a las alcanzadas en años anteriores (+0.33% en 2009 y +4.1% en 2010). Esto se lograría a través de 6 megaproyectos inmobiliarios que se desarrollarían durante los próximos tres años con un costo aproximado de US\$350 millones.

Por otro lado, el precio de emisión representa un descuento del 8% frente al precio de mercado del 30 de agosto (\$23,820), 18% frente al precio de mercado del día que se propuso la emisión (\$26,000), 23% frente a su precio máximo alcanzado en abril/2011 (\$28,480) y 10% frente al promedio del último año (\$24,450). El P/VL ofrece un descuento 20.3% (1.41x 2011E vs 1.76x 2010) y el RPG de 6% (28.8x 2011E vs 30.5x 2010).

Adicionalmente, las exitosas estrategias de crecimiento y expansión implementadas en los últimos años demuestran la capacidad de la compañía para construir valor en el tiempo, posicionándose como la principal cadena minorista del país. **Entre los principales factores de crecimiento resaltamos:** (1) Sólidos resultados en el 1S2011 (ingresos +10.8%, EBITDA+16.5% y ventas mismos metros +8.4%); (2) Significativos avances en el plan de expansión con la incorporación de más de 100 proyectos en el 2011 entre aperturas, conversiones y remodelaciones; (3) La adquisición en Uruguay representará importantes sinergias en cuanto a la introducción de nuevos formatos, centralización de operaciones, transferencia de conocimiento en el mercado de no alimentos, modelos de mercadeo y fidelización; (4) La estructura de bajo costo del negocio inmobiliario representa una alta generación de EBITDA. Estimamos que este negocio aporte un 15% al EBITDA total, contribuyendo a la consolidación del margen EBITDA sobre el 9% para el 2012E; (5) La sólida estructura financiera (Deuda neta/EBITDA 0.2x en 2010) le permite tener una capacidad de deuda superior a \$1.0 billón; y (6) Positiva dinámica de crecimiento de la economía colombiana (PIB +5.27 2011E y 5.36% 2012E).

Valor Fundamental Dic/12: \$31,100

Precio Actual \$23,300

08 de septiembre de 2011

Perfil de la compañía

Almacenes Éxito S.A. opera almacenes de cadena en Colombia. La compañía comercializa bienes duraderos, no duraderos y mercancía en general. Es el líder del comercio al detal en el país con una participación de mercado cercana al 42%.

Acciones en circulación (Mill.)	447.4
Beta vs. IGBC	0.92
Flotante %	35%
Capitalización bursátil (\$Mill.)	10,425,461
Rango 52-semanas (\$)	16,020/28,480
Volumen promedio diario (\$Mill.)	3,700
Liquidez	Alta

	2009	2010	2011E	2012E
ROE	3.5%	5.8%	4.9%	6.3%
ROA	2.3%	3.8%	3.6%	4.6%
RPG	44.1X	30.5X	29.8X	22.2X
P / VL	1.56X	1.76X	1.45X	1.39X
EV / EBITDA	12.3X	12.4X	12.4X	10.5X
Yield	1.2%	1.3%	1.3%	1.8%

Jorge E. Zuñiga
joz@InterBolsa.com
(574) 3199446

Alejandro Isaza Z
Alejandro.isaza@interbolsa.com
(574) 3199415

Aspectos positivos y negativos

Positivos

- Significativos avances en el plan de expansión, esperando terminar el 2011 con 710,000 m², creciendo 5% A/A en m².
- Mayor participación del negocio inmobiliario en los márgenes de rentabilidad (15% del EBITDA).
- Líder en el comercio al detal, con participación del 42%, doblando las ventas del segundo competidor.
- Crecimiento del negocio inmobiliario, a través de megaproyectos hasta por US\$ 350 millones en tres años.

Negativos

- Mayores gastos no recurrentes por conversiones y aperturas generan efectos en márgenes de rentabilidad.
- Alta sensibilidad al ciclo económico, escenario de mayor tasa de interés, podría afectar la demanda.
- Alta competencia internacional con posible llegada de nuevos jugadores al mercado local.

Tabla 1. Estado de resultados 2009 - 2012

\$ Millones	2009	2010	2011E	2012
Ingresos	6,981,903	7,510,079	8,444,380	9,349,175
Costo de ventas	(5,243,066)	(5,646,083)	(6,348,491)	(7,028,717)
Utilidad bruta	1,738,837	1,863,996	2,095,889	2,320,458
Gastos operacionales	(1,483,959)	(1,545,532)	(1,677,291)	(1,779,006)
Utilidad operacional	254,878	318,464	418,598	541,453
EBITDA	538,486	610,396	727,189	850,867
Ingresos no oper. neto	(60,584)	(31,661)	(24,858)	14,951
U. antes de impuestos	194,112	286,722	393,740	556,404
Impuestos	(46,810)	(31,888)	(43,790)	(86,470)
Utilidad neta	147,302	254,834	349,950	469,934

Fuente: Éxito - InterBolsa

Figura 1. Evolución histórica del precio



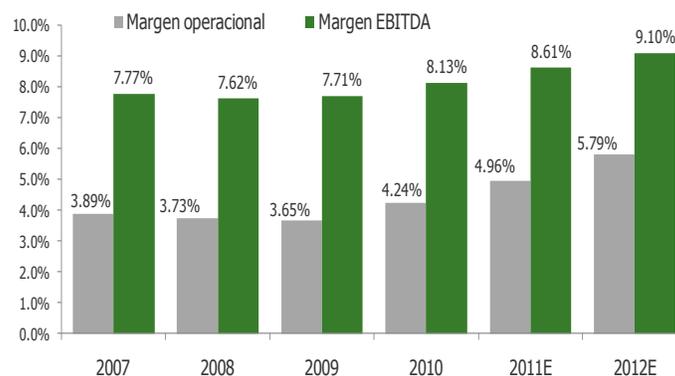
Fuente: Bloomberg

Tabla 2. Balance 2009 – 2012 E

\$ Millones	2009	2010	2011E	2012E
Efectivo -Equivalentes	396,110	516,325	580,559	642,765
Inversiones temporales	246,464	280,733	1,385,553	1,434,122
Cuentas por cobrar, neto	290,265	393,286	451,895	495,696
Inventarios, neto	806,283	840,909	936,068	1,036,366
Inversiones permanentes	124,835	62,702	1,422,228	1,483,015
PPE, neto	2,161,374	2,149,780	2,569,704	2,806,558
Intangibles	1,021,607	1,004,933	898,077	857,255
Otros activos	1,278,113	1,391,780	1,486,181	1,504,907
Total activos	6,325,051	6,640,448	9,730,264	10,260,684
Oblig. financieras CP y LP	770,610	612,325	563,081	584,657
Proveedores	972,810	1,089,877	1,225,464	1,356,770
Cuentas por pagar	179,137	273,897	371,385	411,179
Otros pasivos	240,202	248,925	402,339	407,395
Total pasivos	2,162,759	2,225,024	2,562,270	2,760,000
Interes minoritario	3,465	2,576	2,677	2,757
Total patrimonio	4,158,827	4,412,848	7,165,317	7,497,927

Fuente: Éxito - InterBolsa

Figura 2. Margen operacional vs margen EBITDA



Fuente: Éxito - InterBolsa

Tabla 3. Indicadores financieros

	2009	2010	2011E	2012E
Deuda Total / EBITDA	1.43X	1.0X	0.77X	0.69X
EBITDA / Intereses	3.3X	4.9X	11.1X	14.7X
Patrimonio / Activos	65.75%	66.45%	73.64%	73.07%
Margen operacional	3.65%	4.24%	4.96%	5.79%
Margen EBITDA	7.71%	8.13%	8.61%	9.10%
Margen neto	2.11%	3.39%	4.14%	5.03%

Fuente: Éxito - InterBolsa

Tabla 4. Múltiplos de mercado

	2009	2010	2011E	2012E
ROE	3.5%	5.8%	4.9%	6.3%
ROA	2.3%	3.8%	3.6%	4.6%
RPG	44.1X	30.5X	29.8X	22.2X
P / VL	1.56X	1.76X	1.45X	1.39X
EV / EBITDA	12.30X	12.44X	12.41X	10.50X
Yield	1.23%	1.29%	1.32%	1.77%

Fuente: Éxito - InterBolsa

EMISIÓN PARA LA EXPANSIÓN

Actualizamos nuestro modelo de valoración de Grupo Éxito, incorporando la emisión actual de 114.2 millones de acciones ordinarias, junto con la adquisición de los activos en Uruguay por US\$746 millones y los positivos resultados de la compañía en lo corrido del año, obteniendo como resultado un valor fundamental (VF) para diciembre de 2012 de \$31,100, equivalente a un potencial de valorización de 33% frente al precio de mercado y de 42% frente al precio de emisión (VF para diciembre de 2011 \$28,660, con potencial de valorización de 25%, VF anterior de \$30,600). Lo que nos lleva a modificar nuestra recomendación de mantener a COMPRA.

Parte de los recursos provenientes de la emisión, se destinarán para la compra de las cadenas de supermercados en Uruguay (Disco, Devoto y Geant), la cual comprende 53 tiendas que están concentradas en las tres principales ciudades de Uruguay, con 73,900 metros cuadrados en superficie de ventas, que representan una participación de mercado mayoritaria del 43%, generando grandes oportunidades de expansión hacia otras ciudades y mayor saturación de mercado a través de nuevos formatos. Las ventas de éstas tiendas totalizaron US\$770 millones en el 2010, equivalentes al 18% de las ventas del Grupo Éxito para el mismo periodo, y aportan un 10.9% a los metros cuadrados del Éxito (678.731m² a 2T2011) y 17% al número de tiendas (313 a 2T2011).

Es importante destacar que ésta adquisición representará importantes sinergias que estarían encaminadas a la introducción de nuevos formatos en Uruguay aprovechando la amplia trayectoria y experiencia del Grupo Éxito. Adicionalmente, se espera una posible transferencia de conocimiento en el segmento de no alimentos, tales como tecnología y textil, los cuales aún cuentan con un mayor potencial de crecimiento en ese mercado; y que se lleven a Uruguay modelos de negocio complementarios como agencia de viajes, seguros, negocio inmobiliario, entre otros. Finalmente, se busca implementar modelos de mercadeo y fidelización, los cuales se han profundizado gracias a la reciente alianza del Grupo Éxito con la firma Inglesa Dunnhumby, la cual cuenta con 21 años de experiencia en el mercado y trabaja con cadenas minoristas como Tesco, Casino y Kroger, entre otros.

Otro factor importante a destacar dentro de la emisión, es que los recursos restantes de la compra de los activos en Uruguay, permitirán acelerar el plan de expansión de la compañía en Colombia, buscando tasas de crecimiento en metros cuadrados entre el 8% y 10% anual, superando las alcanzadas en años anteriores (+0.33% en 2009 y +4.1% en 2010). Esto sería posible, a través de 6 megaproyectos inmobiliarios en ciudades principales e intermedias (Villavicencio, Sincelejo, Envigado, Medellín, entre otras) que serán desarrollados en los próximos tres años con un costo aproximado de US\$350 millones e incorporarán a la compañía aproximadamente 200,000 m² en superficie de ventas.

La incursión de la compañía en el negocio inmobiliario se ha convertido en uno de los factores de mayor crecimiento y generación de valor después del comercio al por menor. Y ahora con las nuevas expectativas que se tienen pasa a ser parte fundamental de las proyecciones de crecimiento, ya que los proyectos incorporan un excelente flujo de recursos, con bajos niveles de inversión, lo que se refleja directamente en el EBITDA de la compañía. Estimamos que éste negocio aporta un 15% al EBITDA total y 20% a la utilidad operacional, factor que ayudará a que el margen EBITDA se posicione por arriba del 9.0% a partir del 2012.

Además de los factores mencionados anteriormente, consideramos que el Grupo Éxito cuenta con múltiples variables que le han permitido mostrar un crecimiento sostenido en los últimos períodos y que el agresivo plan de expansión permitirá lograr mejores y significativos resultados en los próximos años. **Entre dichas variables destacamos:**

- Significativos avances en el plan de expansión que está fortaleciendo la estructura de ventas de la compañía, logrando un mejor reconocimiento de marca, mayores sinergias operativas y logísticas, mejor atención y fidelización del cliente e importantes ahorros en publicidad y mercadeo. Al cierre del primer semestre del 2011, la

compañía totalizó 313 tiendas en todo el país, realizando 24 aperturas, 28 conversiones y 10 cierres. Esperamos que para el cierre del presente año culmine con 361 tiendas o 710 mil metros cuadrados aproximadamente, cumpliendo con el cronograma de crecer alrededor del 5% en área de ventas, donde el formato éxito express será el principal protagonista al finalizar el año.

- Sólidos resultados en el 2010 y en el 1S2011 (ingresos +10.8%, EBITDA+16.5% y ventas mismo metros +8.4%) demuestran la efectividad de las fuertes estrategias comerciales enfocadas en la innovación y en el plan de expansión.
- La sólida estructura financiera de la compañía (deuda/EBITDA 0.2x en 2010) le permite asumir una capacidad de deuda superior a 1.0 billón de pesos, teniendo en cuenta los niveles máximos de deuda alcanzados en el 2007 de 2.49X deuda/Ebitda.
- Diversificación de los ingresos, aprovechando el continuo flujo de clientes que generan los almacenes para crear ventas cruzadas. Entre los negocios que generan valor agregado se encuentran: Agencia de viajes con 66 oficinas en todo el país; agencia de seguros con más de 140,000 colombianos asegurados y 53 puntos de venta; 13 estaciones de gasolina; el negocio de tarjetas de crédito que cuenta con más de 1.3 millones de tarjetas y los productos marcas propias que representan el 14.9% de la participación del mercado.
- Positiva dinámica de crecimiento de la economía colombiana (PIB +5.27 2011E y 5.36% 2012E). El crecimiento económico de Colombia seguirá impulsando el buen comportamiento de las ventas. Además, los positivos datos de comercio al por menor (+11.9 A/A a junio), las alentadoras expectativas de los consumidores, junto con un crecimiento de la cartera de consumo y mejores tasas de interés, así como las constantes promociones en los bienes de consumo, generan un escenario propicio para que la recuperación del gasto de los hogares (62% del PIB) continúe durante el 2011 - 2012.
- El Grupo Éxito es el principal jugador en el mercado de ventas minoristas en el país con el 42% de participación, seguido por Carrefour (19.6%), Olímpica (13%), Tiendas la 14 (4.5%) y otros (20.8%).

En conclusión, el análisis de las múltiples variables de crecimiento del Grupo Éxito, junto con el descuento que ofrece en el precio de emisión nos lleva a sustentar nuestra recomendación de COMPRA. Consideramos que el objetivo de los recursos que se obtendrán en la emisión de acciones sustenta claramente la inversión en el título. La compañía continúa demostrando que su solidez y experiencia en el mercado colombiano le está permitiendo aprovechar al máximo la creciente confianza de los consumidores y la alta demanda interna, abriendo así las puertas para iniciar con buen ritmo el proceso de internacionalización de la compañía hacia Uruguay, donde consideramos existen importantes oportunidades de crecimiento y expansión.

Aspectos positivos

Plan de expansión y saturación de mercado por buen camino

Durante el 2011 el plan de expansión del grupo ha mostrado importantes avances, acorde con los objetivos propuestos por la compañía en el 2010. El posicionamiento de los tres formatos -hipermercados (Éxito), supermercados (Carulla) y conveniencia (Bodega Surtimax)- con el fin de generar reconocimiento de marca, mayores sinergias e importantes ahorros en publicidad y mercadeo, se está reflejando claramente en los resultados de la compañía ([ver resultados 2T2011](#)).

Al cierre del primer semestre del 2011, la compañía totalizó 313 tiendas en todo el país, realizando 24 aperturas, 28 conversiones y 10 cierres. Se espera que para el cierre del año culmine con 361 tiendas o 710 mil metros cuadrados aproximadamente, cumpliendo con el cronograma de crecer alrededor del 5% en área de ventas.

Tabla 5. Cierres, aperturas y conversiones.

Formato	2009			2010			1S2011			2011E		
	Cierres	aperturas	Conversiones	Cierres	aperturas	Conversiones	Cierres	aperturas	Conversiones	Cierres	aperturas	Conversiones
Éxito / Éxito express	0	2	0	1	12	30	0	19	16	0	53	19
Carulla y Pomona	3	0	0	2	1	0	5	2	6	5	11	6
Bodega Surtimax	0	0	33	2	1	8	4	3	6	4	5	6
Otros (Ley - Homart Cafar)	3	0	0	1	31	0	1	0	0	1	3	0
Total	6	2	33	6	45	38	10	24	28	10	72	31

Fuente: Éxito – InterBolsa.

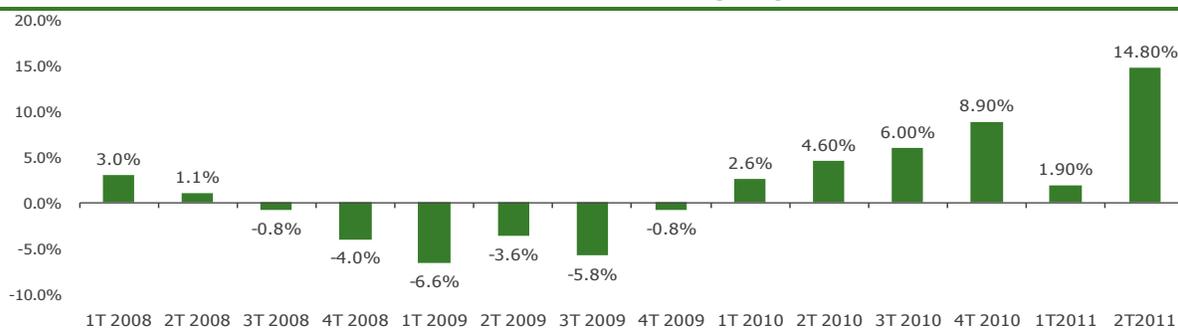
Tabla 6. Numero de almacenes y superficie en m²

Marca	2008		2009		2010		1S 2011		2011 E	
	Tiendas	Área(m ²)								
Exito / Exito express	87	455,818	89	463,368	128	500,686	163	528,332	200	566,983
Carulla y Pomona	94	91,609	89	86,813	79	75,328	75	70,964	77	74,461
Bodega Surtimax	14	20,025	47	43,684	54	42,585	59	44,093	79	59,250
Otros	69	79,285	35	55,020	38	57,148	16	35,342	5	8,950
Total	264	646,737	260	648,885	299	675,747	313	678,731	361	709,644
Crecimiento anual	-	-	-1.5%	0.33%	15%	4.1%	5%	0.4%	21%	5.0%

Fuente: Éxito – InterBolsa.

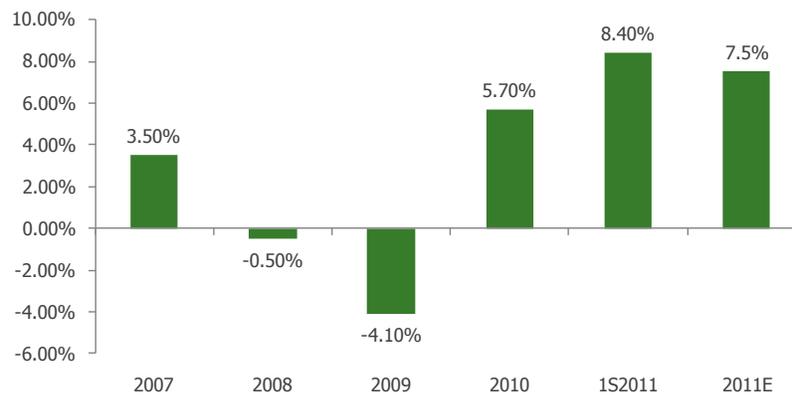
Adicionalmente, las ventas mismos metros de la compañía siguen en la senda de recuperación. Como se ve en la figura 3, desde el 1T2010 se inició una nueva tendencia que se logró mantener durante el 2010 y mejorar en el 1S2011, terminando el 2T2011 con un crecimiento histórico 14.8% A/A y de 8.4% en el semestre, dejando señales positivas para el cierre del 2011 y 2012 en la medida que la demanda interna continúe creciendo al ritmo que lo está haciendo y el consumo de los hogares se mantenga en línea con lo esperado (+6% 2011E).

Figura 3. Crecimiento trimestral de ventas mismos metros (A/A) 2008 – 2011



Fuente: Éxito – InterBolsa.

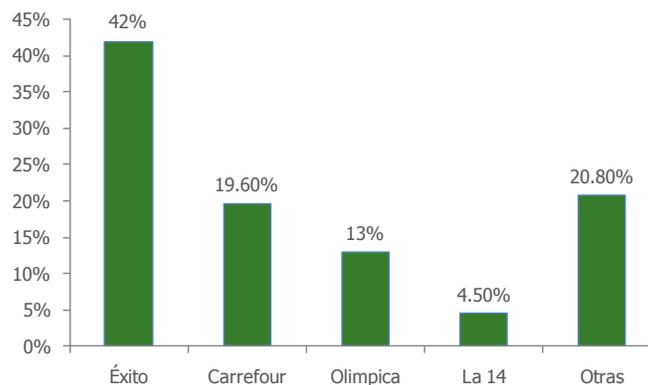
Figura 4. Crecimiento anual de ventas mismos metros. 2007 – 2011E



Fuente: Éxito – InterBolsa.

El importante crecimiento del Grupo Éxito a través de su plan de expansión y saturación ha llevado a la compañía a posicionarse como el principal jugador del mercado minorista en el país, teniendo una participación mayoritaria (42%) frente a sus competidores, generando ventajas competitivas dentro de todos los formatos en que está constituida la cadena.

Figura 5. Participación de mercado



Fuente: Éxito – InterBolsa

Figura 6. Panorama competitivo del sector

Compañía	Total de Tiendas 2010	Tiendas a Junio 2011	Formato
Carrefour	73	77	Hipermercado
Olimpica	169	180	Supermercado
La 14	19	20	Hipermercado
Falabella	11	11	Tiendas por depart.
La Polar	1	1	Tiendas por depart.
Easy	4	4	Hogar y construcción
Homecenter	20	21	Hogar y construcción
Oxxo	15	17	Conveniencia
Grupo Éxito	299	313	Hiper, Super, Conveniencia y descuento
Total	611	644	

Fuente: Éxito – InterBolsa

Adquisición en Uruguay, primer paso en la expansión internacional

Aunque Uruguay es un país pequeño que aparentemente tiene poca relevancia en la economía suramericana, cuenta con un gran potencial de crecimiento y desarrollo. Este país ha tenido un crecimiento anual (PIB) promedio de 6.5%, desde el 2006, incluyendo un 8.5% en 2010; año en el cual el PIB de Colombia estuvo por debajo del 5%.

Uruguay tiene una población de 3.4 millones de habitantes con un PIB per cápita nominal de US\$11.990 al cierre de 2010 (muy superior al de Colombia de US\$6.200), cuenta con tasa de desempleo en promedio de 9.03% desde el 2005 y de 6.2% para el julio de 2011 (11.6% julio/2011 de Colombia), cerca del 95% de la población tiene fácil acceso a áreas urbanas y el 58.8% de ésta habita en la capital Montevideo.

El mercado para los grandes jugadores del sector de ventas minoristas (retail) está concentrado en Montevideo y sus alrededores, siendo su competencia más fuerte las marcas locales, pues controlan la mayor parte de los centros comerciales y supermercados del país. Por el lado de los hipermercados hay restricciones gubernamentales en cuanto al tamaño de las tiendas en los barrios, lo que desplaza la competencia a un segundo plano. (En los últimos años éstas regulaciones han venido cediendo un poco).

Las tiendas adquiridas por del Grupo Éxito (Disco, Devoto y Géant) representan el primer lugar en participación de mercado con un 43% de todo el sector retail en Uruguay, seguidas por las cadenas La Tienda Inglesa, Multiahorro, Ta-Ta y El dorado. La principal competencia es "La Tienda Inglesa" que cuenta con 10 tiendas (nueve en Montevideo y una en Punta del Este) y Multiahorro con 50 locales a nivel nacional, de los cuales 40 se encuentran en Montevideo y sus alrededores.

DISCO

La cadena minorista actualmente cuenta con 28 tiendas en su mayoría ubicadas en la ciudad de Montevideo y algunos en Punta del Este, 24 bajo el formato de supermercado y 4 como tiendas de conveniencia abiertas las 24 horas, denominadas "DISCO FAST"

Las tiendas ofrecen servicio a domicilio "Disco Express", alquiler en formatos DVD y BlueRay "Video Club" en 6 de las 28 tiendas y cuenta con diversos locales dentro de los supermercados donde operan tiendas especializadas en fotografía e impresión (Agfaphoto y Fotex), junto con servicios financieros "VARLIX" y red de cajeros automáticos.



La cadena cuenta con la tarjeta "MÁS", la cual hace parte de un programa de fidelización de clientes, utilizada tanto en las tiendas Disco como Géant. Además de este programa, la cadena ha adquirido el concepto de tiendas "Fresh Market" para los alimentos perecederos, siendo una campaña comercial para destacar la calidad de dichos productos y potencializar sus ventas.



DISCO EXPRESS



DISCO FAST



DISCO A BORDO



CAMBIO VARLIX



INFOTEC



CAJEROS AUTOMÁTICOS



VIDEO

GEANT

Los locales Géant son el primer fruto de la asociación que se dio entre supermercados Disco y el Grupo Casino, que tuvo lugar en 1997. Géant funciona bajo el formato de hipermercado, siendo el primer local que comenzó a funcionar bajo este tipo de formato en Uruguay. Está construido dentro de una galería comercial de 24,000 m² techados (excluidos los espacios abiertos para parking y accesos) de los cuales 16,000 m², corresponden al hipermercado que cuenta con 64 cajas. El local cuenta con una galería comercial integrada por 38 tiendas dentro de las cuales se encuentran las firmas más reconocidas del país brindando diferentes servicios, dentro de los cuales se encuentran: restaurantes, farmacia, banco, tintorería, peluquería y óptica.



Dentro de los servicios que ofrece el hipermercado se destacan, las entregas a domicilio en 48 horas (incluye electrodomésticos, TV, equipos de audio y computación), además del envío de ofertas a todo el país, buscando cubrir la mayoría del territorio uruguayo. También se caracteriza por su fuerte campaña de "el precio más bajo", asegurando la devolución de la diferencia si el cliente llegase a encontrar un menor precio para el mismo artículo.

DEVOTO

La cadena cuenta con 23 supermercados y un hipermercado, con presencia principalmente en Montevideo (16), pero a su vez cuenta con tiendas en las ciudades de Maldonado (3) y Canelones (4).

Devoto tiene un fuerte programa de fidelización, conocido como la tarjeta "Hipercard", adicionalmente ofrece varios servicios dentro de sus almacenes como financieros, tintorería, peluquería, wi-fi, bar, operadores de celular, farmacia, librería, video club, entregas a domicilio, video tienda y cajeros electrónicos. DEVOTO, al igual que disco, también adoptó el concepto de "Fresh market".

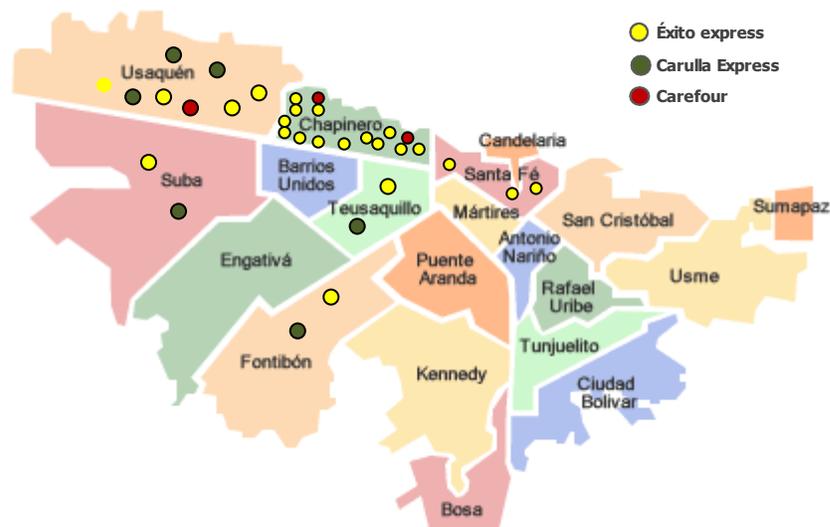


Éxito express, con gran potencial de crecimiento

El formato de conveniencia "Éxito express" que tiene en promedio 150m² por tienda, ha sido uno de los principales protagonistas en el último año, totalizando 27 almacenes en Bogotá y dos en Medellín, con el objetivo para el 2011 de totalizar entre 45 y 50 tiendas.

Como vemos en la figura 5, los formatos express todavía tienen gran potencial de crecimiento en Bogotá, ya que hasta ahora se han posicionado principalmente en las localidades de Chapinero y Usaquén, dejando a las localidades del sur y occidente de la capital todavía desatendidas. Adicionalmente, sólo el 48% del mercado de ventas minoristas en Colombia es formal, contando así con gran espacio para continuar la formalización de la cadena en todo el país, que cuenta con aproximadamente 12,000 mini-mercados que concentran su oferta en estratos 2, 3 y 4. Los cuales impulsan con mayor fuerza las ventas de marcas económicas; lo que generará un mayor interés por parte del Grupo Éxito para participar de éste mercado.

Figura 7. Formatos de conveniencia "express" en Bogotá



Fuente: Éxito, InterBolsa.

El plan de expansión del grupo está concentrado en llegar a ciudades donde todavía no tiene presencia o en los que falta fortalecerla, enfocándose en poblaciones que cuenten con más de 40,000 habitantes. Según el último censo del DANE, en el país hay 153 municipios con más de 40,000 habitantes de los cuales 54 ya cuentan con la presencia del Grupo Éxito, con mayor participación en Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla. Por lo tanto, un restante de 99 municipios puede ser un claro objetivo de expansión para los próximos años.

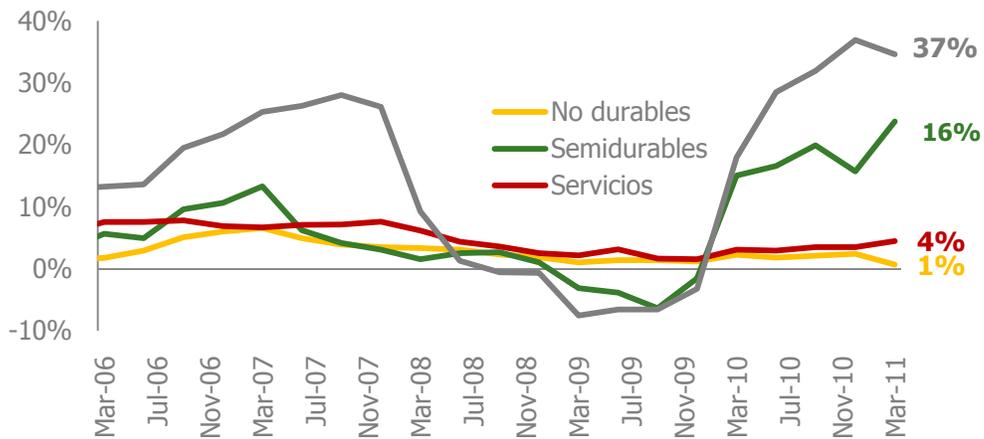
Dentro del plan de penetración en ciudades intermedias, parte de los recursos obtenidos en la emisión de acciones será destinada para la generación de 6 megaproyectos inmobiliarios en ciudades como Villavicencio, Sincelejo, Envigado, Medellín, los cuales serán desarrollados en los próximos tres años con un costo aproximado de US\$350 millones e incorporarán a la compañía aproximadamente 200,000 m² en superficie de ventas.

El consumo interno en Colombia continúa repuntando (67% del PIB):

El comercio al por menor continúa el 2011 con muy buena dinámica en la mayoría de sus subsectores, mostrando un crecimiento en junio de 11.9% A/A. De 16 sectores, 15 presentan variaciones positivas, siendo libros, papelería y periódicos el único grupo que experimentó una dinámica negativa.

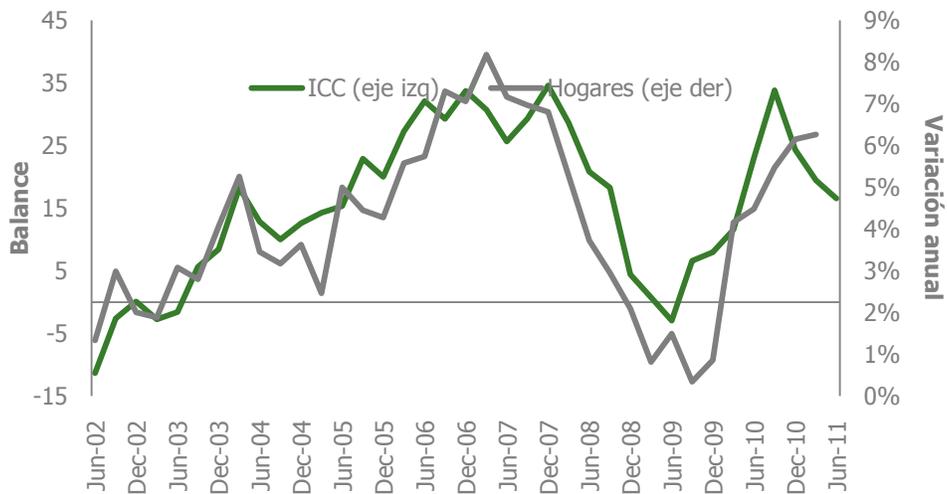
Durante 2011, el consumo de los hogares ha mostrado una sólida recuperación, jalonando el sector comercial y la importación de bienes de consumo. Según la Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo de julio, las expectativas de los consumidores para el mediano plazo están estables y el índice de confianza del consumidor presentó una disminución mínima de 1 p.p., pasando de 27.6% en junio a 27.5% en julio, y tuvo un aumento de 0.4% con respecto a julio de 2010, lo que evidencia que los consumidores continúan con buena percepción de la situación actual del comercio.

Figura 8. Consumo por tipo de bien



Fuente: Éxito, InterBolsa.

Figura 9. ICC y consumo de los hogares



Fuente: Fedesarrollo, DANE

Riesgos de la inversión

Aperturas en etapa de maduración

La intensa actividad de aperturas esperadas para el 2011 genera grandes expectativas de crecimiento de los ingresos en el mediano plazo. Sin embargo, mientras las tiendas sobrepasan su período de maduración los ingresos por tienda estarán por debajo del promedio aproximadamente un 30%, hecho que afectará la media de los ingresos por metro cuadrado al cierre del 2011.

Alta sensibilidad al ciclo económico

El sector de comercio al por menor tanto en Colombia como a nivel internacional es muy competido y altamente sensible al ciclo económico y a cualquier variable que afecte el ingreso de los consumidores. Una clara demostración de esto se vivió en la crisis económica del 2008. El 2010 fue un año de recuperación económica, factor que impulsó los mejores resultados de la compañía y del sector; sin embargo, resaltamos que los cambios macroeconómicos pueden afectar directamente nuestro valor fundamental de la compañía, ya que éste incorpora en sus proyecciones crecimientos acordes con la evolución de la economía local (PIB 5.27% 2011E) y principalmente del consumo (5.3% 2011E).

Desempleo

Otro factor importante a analizar en la dinámica de consumo es la alta tasa de desempleo en Colombia. Dentro de la recuperación de la economía, el desempleo en Colombia tiene problemas estructurales que no permiten una mejora sustancial pese a la recuperación del PIB. Durante el 2010 la tasa de desempleo alcanzó el 11.1% y las expectativas para el 2011-2012 apuntan a que permanecerá en un rango entre 10.5% y 12%. Pese a la reducción, el país mantendrá tasas de desempleo (total y urbano) superiores al 10% hasta no implementar una reforma laboral estructural, hecho que evidentemente genera rezagos en el potencial de mayor consumo que pueda tener el país y, por consecuencia, afecta las proyecciones de mayor ingresos de la compañía.

VALORACIÓN

Dentro de la actualización de nuestro modelo de valoración del Grupo Éxito (Flujo de Caja Descantado), incorporamos los resultados del primer semestre del 2011, junto con la emisión de 114.2 millones de acciones ordinarias y el valor de adquisición de los activos en Uruguay, con lo que se obtuvo un valor fundamental de \$31,100 para el 2011 con un potencial de valorización en el año de 33% frente al precio de mercado de 23.300 (07/09/2011).

Es importante destacar los activos en Uruguay fueron incorporados dentro del modelo a partir de su valor de adquisición (US\$746 millones), viéndose reflejados en inversiones permanentes. Esperamos conocer los estados financieros de las compañías adquiridas en Uruguay para poder incorporarlos dentro del cálculo del flujo de la compañía, dado que a la fecha la información no es pública y no está disponible.

Las variables que se tuvieron en cuenta para calcular los flujos a 10 años se describen a continuación, aplicando un crecimiento real a perpetuidad del 3.0%.

Tabla 8. Resumen de la valoración

	2011 E	2012 E
VPN FCL	4,093,635	4,485,528
VPN Valor Terminal	4,659,746	5,230,103
Valor operacional	8,753,381	9,715,631
Efectivo y equivalentes	1,966,112	2,076,887
Inversiones permanentes	1,422,228	1,483,015
Intangibles	898,077	857,255
Deudores	71,705	74,769
Diferidos	320,475	334,172
Total activos no operacionales	4,678,596	4,826,099
Valor de la Firma	13,431,977	14,541,730
Obligaciones Financieras	338,431	360,007
Obligaciones laborales	1,441	1,305
Bonos y papeles Comerciales	224,650	224,650
Otros pasivos	42,219	38,240
Total Pasivos	606,741	624,202
Patrimonio	12,825,236	13,917,528
No. de Acciones (millones)	447.44	447.44
Precio objetivo dic 2011	28,660	31,100
Valor de mercado (07/09/2011)	23,300	23,300
Potencial de valorización	23.0%	33.5%

Fuente: Cálculos InterBolsa

Tabla 9. Sensibilidad frente a cambios en WACC y en la tasa a perpetuidad

WACC	G Real						
	2.0%	2.5%	2.8%	3.0%	3.5%	3.8%	4.0%
15.9%	22,072	22,237	22,336	22,408	22,591	22,710	22,789
14.7%	24,060	24,312	24,465	24,576	24,863	25,051	25,176
13.5%	26,576	26,967	27,208	27,384	27,843	28,148	28,352
12.3%	29,808	30,428	30,815	31,100	31,855	32,365	32,710
11.0%	34,031	35,034	35,675	36,151	37,436	38,324	38,938
9.8%	39,649	41,318	42,417	43,242	45,538	47,175	48,337
8.6%	47,275	50,112	52,138	53,600	58,052	61,215	63,684

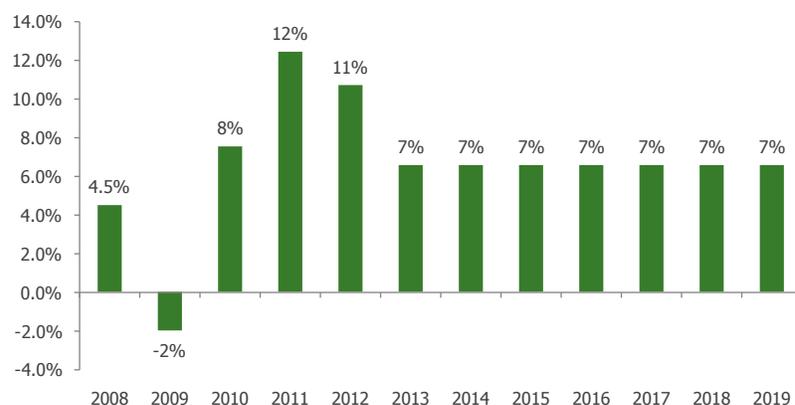
Fuente: InterBolsa

Ingresos

Las estimaciones de los ingresos para los próximos dos años se determinaron mediante la simulación de aperturas y conversiones esperadas al igual que la simulación por otros ingresos provenientes de tarjetas de crédito y del negocio inmobiliario. Estas estimaciones totalizan 361 almacenes para el 2011 y 373 para el 2012. Se tuvieron en cuenta los lineamientos proporcionados por la compañía frente al crecimiento de las ventas de nuevos almacenes, con un 75% sobre las ventas mismos metros; y conversiones, con un incremento del 130% sobre las ventas mismos metros.

Se debe tener en cuenta que en las conversiones se realizó un castigo del 30% a las ventas de los almacenes antes de que se finalizara el proceso de conversión, ya que según la compañía durante los meses anteriores a la remodelación las ventas caen un 30% aproximadamente.

Figura 17. Variación anual de los ingresos

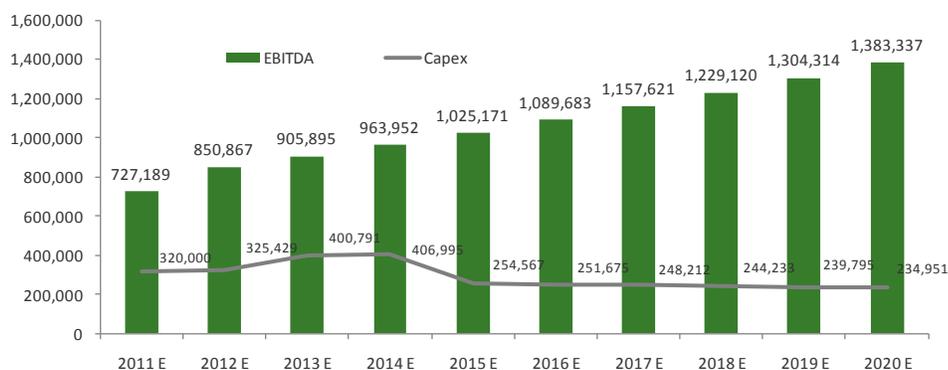


Fuente: InterBolsa

Capex

El plan de inversiones de la compañía para el cierre del 2010 totalizó \$272,073 millones, el cual para el 2011 se amplió un 17.6% hasta \$320,000 millones, debido al mayor plan de aperturas, conversiones y remodelaciones. Teniendo en cuenta que en los anuncios de la emisión la compañía se dio a conocer que parte de los recursos (US\$350 aproximadamente) serán destinados para seis mega proyectos inmobiliarios, que adicionarían cerca de 200,000 metros cuadrados a la superficie actual del Grupo, incorporamos dentro de las inversiones de capital estas estimaciones distribuidas en los próximos tres años, con un menor peso en el 2012, cuando se espera sea la etapa de planeación e inicio de los proyectos. Para los próximos años el Capex se mantiene en un rango promedio del 22% sobre el EBITDA y del 2% sobre los ingresos totales.

Figura 18. Capex vs EBITDA (\$ millones)



Fuente: Cálculos InterBolsa

Costo de capital

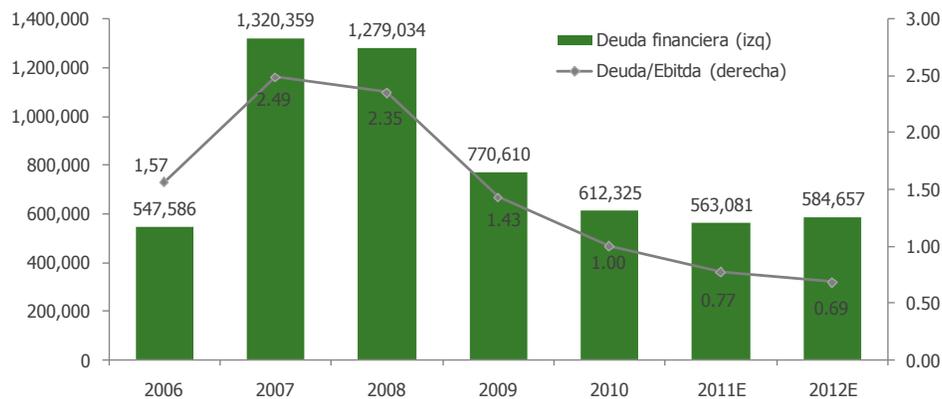
El costo de capital (WACC) utilizado fue de 12.2% (8.4% real) para el 2012, tomando como base los siguientes parámetros:

Tabla 10. Costo de capital

Variable	2011 E	2012 E
% Patrimonio	95.79%	95.97%
% Deuda	4.21%	4.03%
Tasa de impuesto	33.00%	33.00%
Beta Apalancado	92.00%	92.00%
Prima de riesgo	5.50%	5.50%
Tasa libre de riesgo	3.70%	3.70%
Riesgo país	1.50%	1.50%
Costo del patrimonio USD	10.26%	10.26%
Devaluación	2.00%	2.00%
Costo del patrimonio COP	12.47%	12.47%
WACC	12.3%	12.2%
WACC REAL	8.4%	8.4%

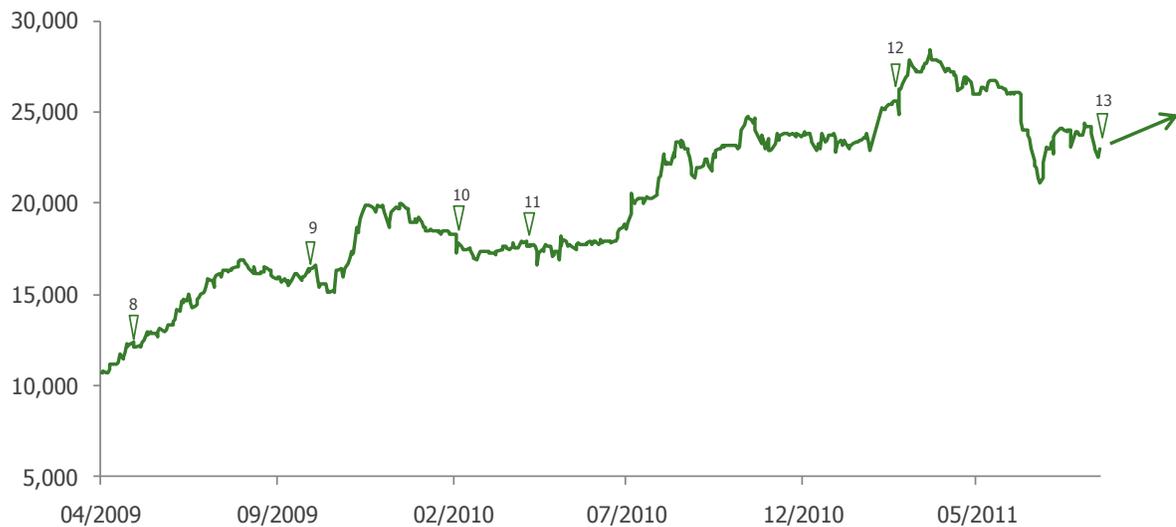
Fuente: InterBolsa

Tabla 10. Estructura de deuda



Fuente: Éxito - InterBolsa

RECOMENDACIÓN



1. Cubrimiento inicial 22/09/2006, con recomendación de MANTENER a un precio de mercado de \$11,197 y precio objetivo de \$13,100.
2. Cambio en la recomendación de MANTENER a COMPRA 16/01/2008, con un precio de mercado de \$15,840 y un precio objetivo para diciembre de 2008 de \$19,214.
3. Actualización de cobertura, manteniendo la recomendación de COMPRA 16/06/2008, cambiando el precio objetivo a \$18,266, precio de mercado de \$13,000.
4. Resultados financieros 2T 2008, se mantiene la recomendación de COMPRA 24/07/2008, reduciendo el precio objetivo a \$17,340, precio de mercado \$10,940.
5. Actualización de cobertura, se mantiene la recomendación de COMPRA 07/11/2008, reduciendo el precio objetivo a \$12,942, precio de mercado \$8,100.
6. Actualización de cobertura, cambio de recomendación desde COMPRA a MANTENER 23/04/2009, se reduce el precio objetivo a \$11,575, precio de mercado \$10,900.
7. Resultados financieros 2T 2009, cambio de recomendación a COMPRA desde MANTENER 29/07/2009, se incrementa el precio objetivo a \$17,172, precio de mercado \$15,640.
8. Actualización de cobertura, se mantiene la recomendación de COMPRA, precio objetivo \$18,574 para diciembre de 2010, precio de mercado \$16,120.
9. Flash 7, resultados financieros 3T y actualización de cobertura 28/10/2009, se mantiene la recomendación de COMPRA, precio objetivo \$21,474 para diciembre de 2010, precio de mercado \$15,400.
10. Flash 9, resultados financieros 4T y actualización de cobertura 11/02/2010, se mantiene la recomendación de COMPRA, precio objetivo \$21,260 para diciembre de 2010, precio de mercado \$18,320.
11. Actualización de Cobertura y resultados financieros 1T 2010 22/04/2010, se mantiene la recomendación de COMPRA, precio objetivo \$20,385 para diciembre de 2010. Precio de mercado \$17,700.
12. Reiniciación de cobertura 24/03/2011, con recomendación de MANTENER, Valor fundamental de \$30,600 para diciembre 2011.
13. Actualización de cobertura 08/09/2011, con recomendación de COMPRA, valor fundamental para diciembre de 2012 de 31,100 (VF 2011 28,660).

Tabla 11. Balance general, 2009 – 2012E

Activos	2009	2010	2011 E	2012 E
Activo corriente				
Disponible	396,110	516,325	580,559	642,765
Inversiones negociables	246,464	280,733	1,385,553	1,434,122
Deudores	230,824	341,541	380,191	420,927
Inventarios	806,283	840,909	936,068	1,036,366
Diferidos, neto	29,560	41,747	46,941	51,970
Total Activo corriente	1,709,241	2,021,255	3,329,311	3,586,150
Activo no corriente				
Deudores	59,441	51,745	71,705	74,769
Inversiones permanentes	124,835	62,702	1,422,228	1,483,015
Propiedad, planta y equipo, neto	2,161,374	2,149,780	2,569,704	2,806,558
Intangibles, neto	1,021,607	1,004,933	898,077	857,255
Diferidos, neto	211,039	231,268	320,475	334,172
Otros activos	285	285	285	285
Valorizaciones	1,037,229	1,118,480	1,118,480	1,118,480
Total Activo no corriente	4,615,810	4,619,193	6,400,953	6,674,535
Total Activos	6,325,051	6,640,448	9,730,264	10,260,684
Pasivos	2009	2010	2011 E	2012 E
Pasivo corriente				
Obligaciones financieras	231,946	357,325	0	0
Proveedores	972,810	1,089,877	1,225,464	1,356,770
Cuentas por pagar	179,137	273,897	371,385	411,179
Impuestos, gravámenes y tasas	88,118	61,850	69,545	76,996
Obligaciones laborales	37,094	50,841	65,862	72,920
Pasivo estimado pensiones de jubilación	34,690	42,522	56,509	62,563
Bonos	0	30,350	0	74,650
Diferido, neto	15,397	18,330	21,480	23,782
Total pasivo corriente	1,559,192	1,924,992	1,810,246	2,078,859
Pasivo no corriente				
Obligaciones financieras	283,664	0	338,431	360,007
Obligaciones laborales	732	575	1,441	1,305
Pasivo estimado pensiones de jubilación	14,085	16,844	42,219	38,240
Bonos	255,000	224,650	224,650	150,000
Diferido, neto	8,355	15,168	38,018	34,435
Otros Pasivos	41,731	42,795	107,265	97,154
Total pasivo no corriente	603,567	300,032	752,024	681,141
Total pasivo	2,162,759	2,225,024	2,562,270	2,760,000
Interés minoritario	3,465	2,576	2,677	2,757
Patrimonio	2009	2010	2011 E	2012 E
Capital social	0	3,340	4,474	4,474
Superávit de capital + Prima de colocación	2,254,019	2,277,845	4,779,230	4,779,230
Reservas	362,559	429,900	584,734	797,359
Revalorización del patrimonio	539,547	321,727	321,727	321,727
Ganancias sin apropiar	147,302	254,834	349,950	469,934
Ganancias retenidas	15,795	6,980	6,980	6,980
Superávit por valorización	836,267	1,118,222	1,118,222	1,118,222
Total Patrimonio	4,158,827	4,412,848	7,165,317	7,497,927
Total Pasivos y patrimonio	6,325,051	6,640,448	9,730,264	10,260,684

Tabla 12. Estado de resultados 2009 – 2012E

Estado de resultados (\$ mill)	2009	2010	2011 E	2012 E
Ingresos operacionales	6,981,903	7,510,079	8,444,380	9,349,175
Ventas	6,644,387	7,154,028	8,044,034	8,905,933
Otros ingresos operacionales	337,516	356,051	400,346	443,242
Costo de Ventas	(5,243,066)	(5,646,083)	(6,348,491)	(7,028,717)
Utilidad Bruta	1,738,837	1,863,996	2,095,889	2,320,458
Salarios y prestaciones sociales	(467,067)	(548,367)	(594,130)	(644,382)
Otros gastos operacionales de admon y ventas	(733,284)	(705,233)	(774,570)	(825,209)
Depreciaciones y amortizaciones	(283,608)	(291,932)	(308,591)	(309,415)
Total gastos operacionales	(1,483,959)	(1,545,532)	(1,677,291)	(1,779,006)
Utilidad operacional	254,878	318,464	418,598	541,453
EBITDA	538,486	610,396	727,189	850,867
Margen EBITDA	7.71%	8.13%	8.61%	9.10%
Ingresos no operacionales	49,303	83,677	76,474	107,641
Financieros	49,303	83,204	75,987	107,139
Dividendos y participaciones	-	473	487	502
Gastos no operacionales	(109,887)	(115,338)	(101,332)	(92,690)
Financieros	(161,776)	(124,913)	(65,482)	(57,829)
Otros gastos o ingresos netos	51,889	9,575	(35,850)	(34,861)
Utilidad antes de impuestos e interes minoritario	194,294	286,803	393,740	556,404
Participación de intereses minoritarios	(182)	(81)	-	-
Utilidad antes de impuestos	194,112	286,722	393,740	556,404
Impuesto de renta	(46,810)	(31,888)	(43,790)	(86,470)
Corriente	(61,445)	(48,780)	(61,551)	(102,899)
Diferido	14,635	16,892	17,761	16,429
Utilidad Neta	147,302	254,834	349,950	469,934

Fuente: Éxito - Cálculos InterBolsa

Departamento Investigaciones Económicas

José Fernando Restrepo

Director
jr@interbolsa.com
(574) 3199415
Ext: 4264

Felipe Toro

Analista Senior Sector Financiero
ft@interbolsa.com
(574) 3197800
Ext. 4066

Jorge Zuñiga

Analista Senior Sector Industria y Comercio
joz@interbolsa.com
(574) 3199446
Ext: 4006

Rafael España

Analista Senior Servicios Públicos
re@interbolsa.com
(571)3121177
Ext. 3118

Juan Felipe Mejía

Analista Senior Sector Minero
jm@interbolsa.com
(574) 3197800
Ext. 4088

Juan David Piñeros

Analista Senior Sector Energía
jp@interbolsa.com
(574) 3197800
Ext. 4092

Julián Marquez

Analista Senior Macroeconómico
jma@interbolsa.com
(571) 3121177
Ext: 3321

Pedro Ospina

Analista Senior Renta Fija
pedro.ospina@interbolsa.com
(571) 3121177
Ext. 3245

Carlos Ramos

Analista Cuantitativo
cr@interbolsa.com
(571) 3121177
Ext: 3285

Po Jeng Ng

Analista Internacional
po.ng@interbolsa.com
(571) 3121177
Ext: 3116

Gabriel Bayona

Analista Sector Minero
gabriel.bayona@interbolsa.com
(574) 3197800
Ext. 4554

María Adelaida Velásquez

Analista Sector Energía
maria.velasquez@interbolsa.com
(574) 3197800
Ext. 4257

Alejandro Isaza

Analista Junior Acciones
alejandro.isaza@interbolsa.com
(574) 3197800
Ext. 4222

Nicolás González

Practicante
nicolas.gonzalez@interbolsa.com
(574) 3197800
Ext. 4606

Bogotá

Edificio InterBolsa Av. 82 No. 12 - 18, Piso 3
Tel: (571) 325 65 40
Fax: 325 65 44

Medellín

Edificio BVC, Cra 43A No. 1 - 50, Piso 5, Torre 3
Tel: (574) 319 78 00
Fax: 319 94 44 - 319 94 10

Cali

Av. 4 Norte No. 6N - 67, Edificio Siglo XXI, Of 201
Tel: (572) 685 32 00
Fax: 685 32 01

Manizales

Cra 23 No. 64B - 33 Edificio Casa Luker
Tel: (576) 875 61 61
Fax: 875 61 50

Bucaramanga

Cll 36 No. 26 - 48 Int. 110
Oficina 201, Centro Empresarial Suramericana
Tel: (577) 632 00 80; Fax: 632 02 30

Barranquilla

Cll 77B No. 59 - 31,
Oficina 106, Centro Empresarial Las Américas II
Tel: (575) 369 58 00; Fax: 369 58 00

InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa, deja constancia de que las opiniones expresadas en este informe reflejan exactamente la opinión personal del analista sobre la compañía o compañías en cuestión elaborada a partir de información pública y de fuentes consideradas confiables. Además, InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa y el analista certifican que no han recibido, ni recibirán ninguna remuneración directa o indirecta a cambio de expresar una recomendación específica en este informe.

InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa, está comprometida en proporcionar investigación independiente y objetiva para el mercado. En el curso normal del negocio, InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa, se propone buscar la remuneración por los servicios prestados. La remuneración del analista se basa, en parte, en la rentabilidad de la firma. InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa intenta hacer negocio con las compañías incluidas en este informe, lo que eventualmente podría constituirse en un conflicto de interés, por lo tanto los inversionistas deben considerar este informe solamente como un factor para tomar su decisión de inversión. La comisionista no se compromete con que se cumplan las expectativas puestas en el informe. InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa es una sociedad filial del Grupo InterBolsa, y su matriz es InterBolsa S.A. una sociedad de inversiones, emisor del mercado de valores que puede tener intereses o participación accionaria en las compañías en cuestión.