

# Acciones Colombia

## FLASH 2T-2010

### ÉXITO

**David Aldana**  
Director Investigaciones Economicas  
+1 312 1219 x. 1299  
davidaldana@ultrabursatiles.com

**Camilo Contreras**  
Analista de Renta Fija  
+1 312 1219 x. 1128  
camilocontreras@ultrabursatiles.com

**Lilian Mora**  
Analista de Activos Internacionales  
+1 312 1219 x. 1197  
lilianmora@ultrabursatiles.com

**Edgar Romero**  
Analista de Acciones  
+1 312 1219 x. 1268  
edgarromero@ultrabursatiles.com

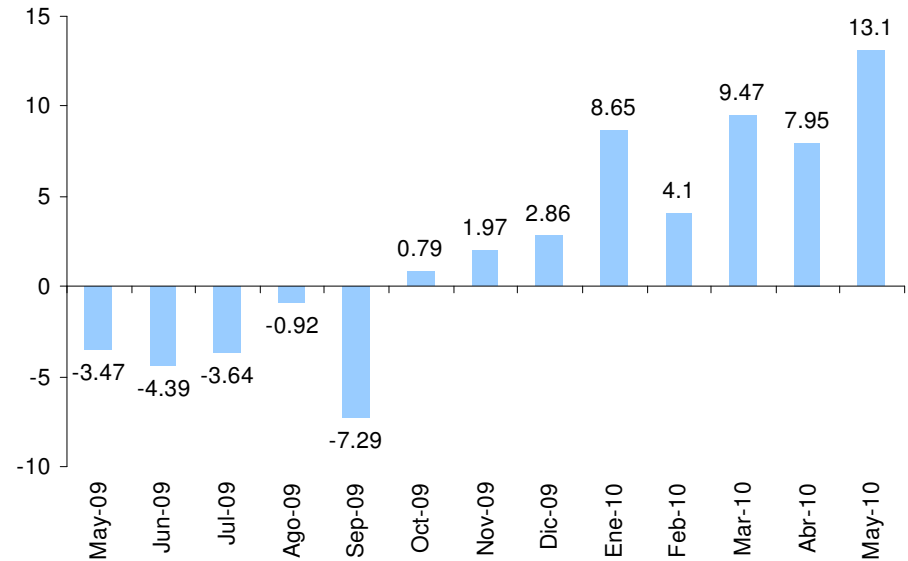


**ULTRABURSATILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

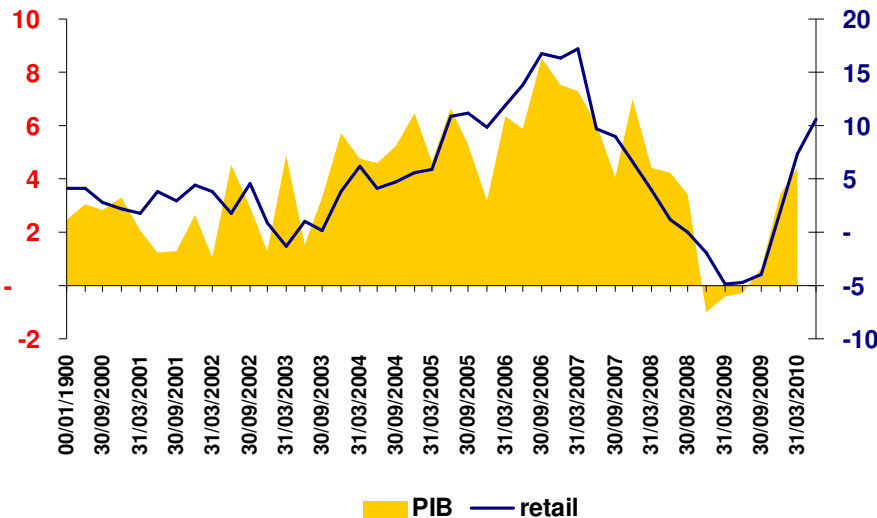
## Datos macro soportan los fundamentales de Éxito

- Las ventas al por menor han mostrado signos de recuperación en el consumo, desde octubre de 2009 los datos han sido positivos. En 2010 los datos han venido mostrando fuertes crecimientos, lo que da soporte a los fundamentales de Éxito, y a la recuperación en sus ventas y márgenes de operación. El ultimo dato de ventas al por menor muestran un crecimiento en mayo YoY del 13.1%. Por su parte el PIB del 1T-2010 mostró un crecimiento del 4,4%, por encima de lo esperado por el mercado. Por su parte el PIB Comercio creció el 3.6%, en este periodo.

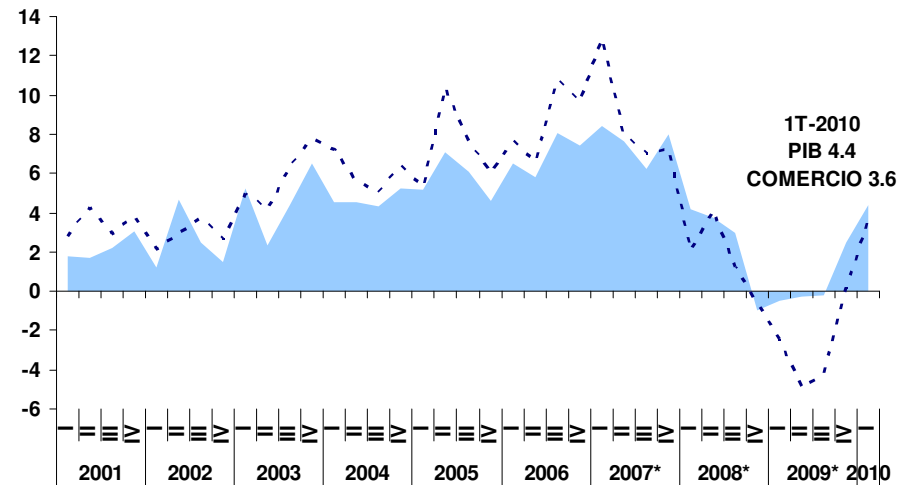
VENTAS AL POR MENOR



PIB Vs VENTAS POR MENOR



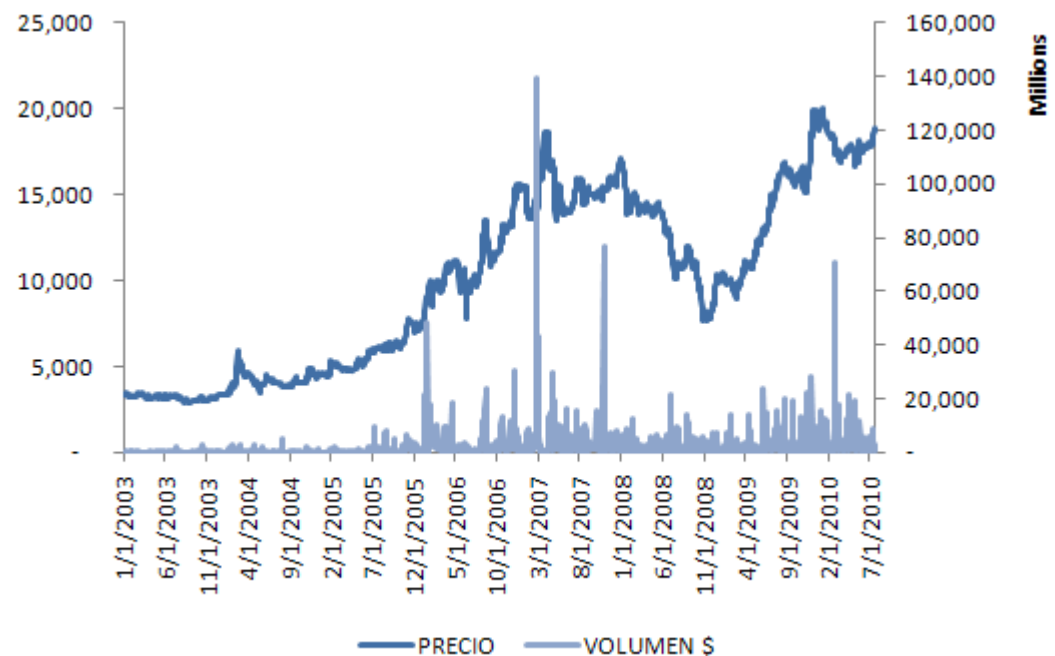
PIB Total Vs PIB COMERCIO YoY



## EXITO - Comportamiento acción

EXITO		
PRECIO 7/22/2010		18,880
Max 52 Semanas		20,000
Min 52 Semanas		15,000
Variación mes		4.89%
Variación año corrido		-3.18%
Cierre 2009		19,500
Dividendo Anual		240
Yield		1.27%
No. acciones en		333.81
Capitalización		6,302,330
Valor Patrimonial		12,380.16
Utilidad por Acción		526.27
P/VL		1.53
RPG		35.88

SECTOR	P/E	P/BV	BETA
RETAIL	20.94	2.27	0.63

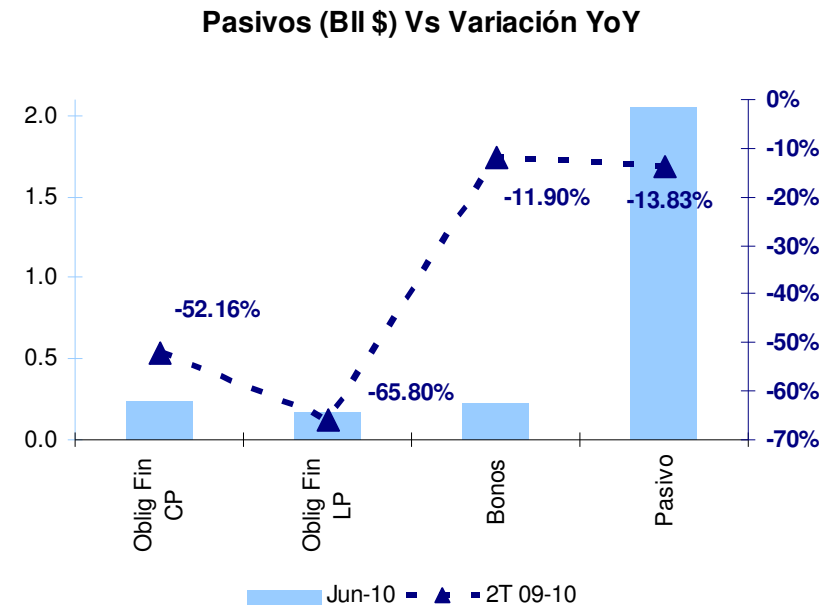


- Durante los primeros días del año, la acción llegó a sus niveles máximos de 20.000, sin embargo en lo corrido de 2010 la acción ha tenido un retroceso del 3.1%, convirtiéndose en una de las acciones con mayor rezago del IGBC.
- Los múltiplos de la empresa muestran un comportamiento mixto, ya que en términos de Q-tobin Éxito está por debajo de la muestra tomada de 41 empresas a nivel global, (dentro de las cuales están Carrefour, Casino, Walmart, Safeway, Familymart, entre otras), lo que indicaría que en términos de este ratio Éxito está subvalorada, sin embargo en términos de P/E la empresa está por encima de la muestra, lo que indica que en términos de este ratio está sobre valorada.
- El dividendo decretado sobre las utilidades de 2009 de 240, es el mismo que se decretó un año atrás, el yield que ofrece la acción es bajo, 1.37%.



## EXITO - BALANCE GENERAL A JUNIO DE 2010

Consolidado	Millones de pesos		ANALISIS VERTICAL		Var%
	Jun-09	Jun-10	2009-jun	2010-jun	
<b>Balance General (millones \$)</b>					
Disponible	172,438	227,116	2.96%	3.67%	31.71%
Inversiones Negociables	282,282	355,153	4.85%	5.74%	25.81%
Deudores	226,587	259,563	3.89%	4.19%	14.55%
Inventarios	790,323	760,553	13.58%	12.29%	-3.77%
<b>Activo Corriente</b>	<b>1,518,782</b>	<b>1,640,087</b>	<b>26.09%</b>	<b>26.50%</b>	<b>7.99%</b>
Inversiones Permanentes	136,680	125,201	2.35%	2.02%	-8.40%
PPE, Neto	2,177,004	2,114,431	37.40%	34.16%	-2.87%
Intangibles, Neto	789,167	1,003,833	13.56%	16.22%	27.20%
Cargos Diferidos, Neto	208,848	200,636	3.59%	3.24%	-3.93%
Valorizaciones	933,684	1,044,779	16.04%	16.88%	11.90%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>4,302,036</b>	<b>4,548,907</b>	<b>73.91%</b>	<b>73.50%</b>	<b>5.74%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>5,820,818</b>	<b>6,188,994</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.33%</b>
Obligaciones Financieras	489,647	234,254	8.41%	3.79%	-52.16%
Proveedores	768,663	891,177	13.21%	14.40%	15.94%
Cuentas por Pagar	158,636	218,525	2.73%	3.53%	37.75%
Impuestos	72,322	121,555	1.24%	1.96%	68.07%
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>1,599,471</b>	<b>1,602,769</b>	<b>27.48%</b>	<b>25.90%</b>	<b>0.21%</b>
Obligaciones Financieras	485,038	165,876	8.33%	2.68%	-65.80%
Bonos	255,000	224,650	4.38%	3.63%	-11.90%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>787,079</b>	<b>453,607</b>	<b>13.52%</b>	<b>7.33%</b>	<b>-42.37%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>2,386,550</b>	<b>2,056,376</b>	<b>41.00%</b>	<b>33.23%</b>	<b>-13.83%</b>
<b>Interés Minoritario</b>	<b>136,596</b>	<b>3,473</b>	<b>2.35%</b>	<b>0.06%</b>	<b>-97.46%</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>3,297,672</b>	<b>4,129,145</b>	<b>56.65%</b>	<b>66.72%</b>	<b>25.21%</b>



Fuente: Éxito - Cálculos Ultrabursátiles

FLASH : EXITO

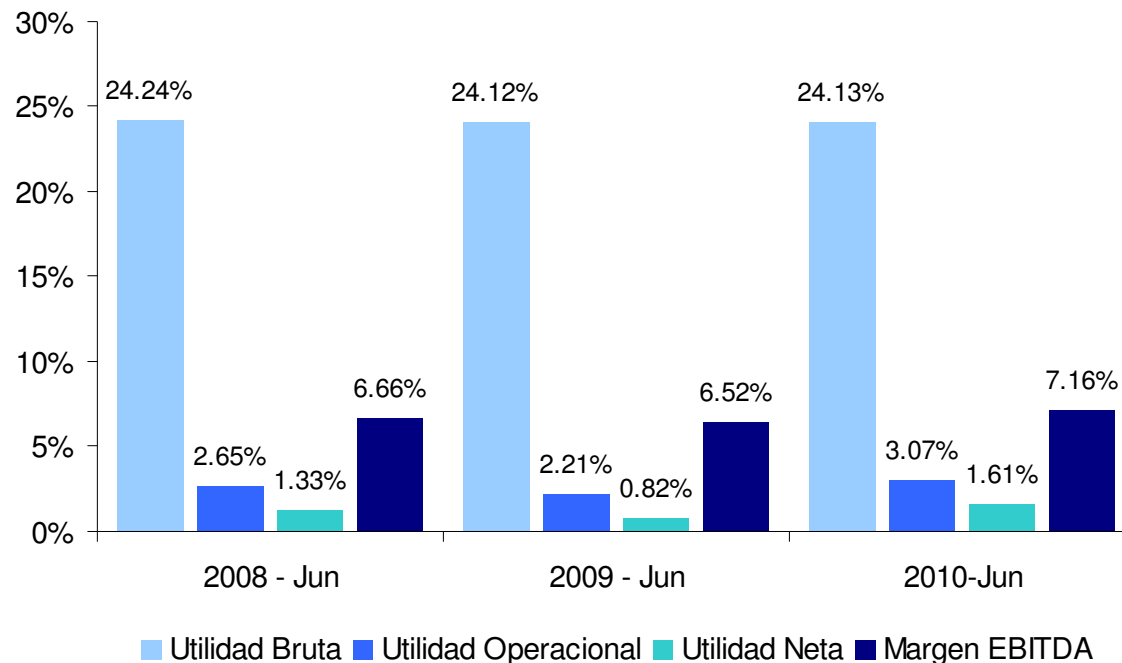
- A marzo de 2009 la empresa tuvo un incremento en los activos corrientes de 6.33%, principalmente por un incremento en la cuenta de disponible e inversiones negociables..
- La cuenta de PPE e Intangibles son los activos mas representativos, en intangibles esta registrado el crédito mercantil de la adquisición de Carulla Vivero.
- Es de destacar la disminución en el pasivo total del 13.8%, principalmente por la disminución en las obligaciones financieras de corto y largo plazo, lo cual es tangible en la disminución de intereses de Éxito.
- El patrimonio se ha visto fortalecido un 25%, frente al mismo período del 2009, con lo cual el valor patrimonial se ubica en 12.393 pesos por acción, con 333.1 millones de acciones en circulación.

## Estado de resultados-A junio de 2010

Consolidado	Millones de pesos		Var %	Análisis vertical	
	2009 - Jun	Jun-10		2T 09-10	2009 - Jun
<b>Pérdidas y Ganancias (millones \$)</b>					
Total Ingresos Operacionales	3,310,969	3,461,717	4.6%	100.00%	100.00%
Costos de Ventas	-2,512,480	-2,626,400	4.5%	-75.88%	-75.87%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>798,489</b>	<b>835,317</b>	<b>4.6%</b>	<b>24.12%</b>	<b>24.13%</b>
Gastos Operacionales	-725,281	-728,872	0.5%	-21.91%	-21.06%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>73,208</b>	<b>106,445</b>	<b>45.4%</b>	<b>2.21%</b>	<b>3.07%</b>
Ingresos Financieros	23,610	25,794	9.3%	0.71%	0.75%
Gastos Financieros	-84,809	-51,040	-39.8%	-2.56%	-1.47%
Otros No. Op.	42,153	-8,972	-121.3%	1.27%	-0.26%
Intereses Minoritarios	-9,295	-61	-99.3%	-0.28%	0.00%
<b>Utilidad Antes de Imp</b>	<b>44,867</b>	<b>72,408</b>	<b>61.4%</b>	<b>1.36%</b>	<b>2.09%</b>
Impuesto	-17,576	-16,779	-4.5%	-0.53%	-0.48%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>27,291</b>	<b>55,629</b>	<b>103.8%</b>	<b>0.82%</b>	<b>1.61%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>215,969</b>	<b>247,854</b>	<b>14.8%</b>	<b>6.52%</b>	<b>7.16%</b>

Fuente: Exitó - Cálculos Ultrabursátiles

## MARGENES DE OPERACIÓN



- El primer semestre de Éxito es positivo, sus ventas se incrementaron un 4.6%, por encima del crecimiento registrado por el PIB en el 1T de 2010, y la inflación anualizada a junio es de 2.25%.
- Los costos de ventas se incrementaron un 4,5%, menor al incremento registrado en ventas, con lo cual el margen bruto aumento ligeramente 1 P.B.
- Es importante la estabilidad en gastos de operación, ya que esto aumentaron un 0.5%, muy por debajo de la inflación vista en el periodo, con esto la utilidad operacional aumenta un 45%, y el margen operacional pasa de 2.21% en 2T-09 a 3.07% en el 2T-10, lo que significa 86 P.B.
- Debido a la reducción de obligaciones financieras, los gastos por financieros cayeron un 39.8%, contribuyendo así, a un mayor resultado neto durante el periodo.
- De esta forma la utilidad neta acumulada a junio de 2010 se ubica en 55.629 millones de pesos, un 103.8% superior a la alcanzada en el mismo periodo de 2009, el margen neto fue 1.61%, 79 P.B mas que en 2009.
- El EBITDA fue de 247.854 millones de pesos, un 14.8% superior, el margen Ebitda se ubicó en 7.16%, 64 PB mas que lo alcanzado en 2009



**ULTRABURSÁTILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

## VALORACIÓN ÉXITO-SIN MODIFICACIÓN EN PRONOSTICOS OPERACIONALES

- Para 2010 se estima que las ventas aumenten un 8%, y que el margen de operación este en un 3.7%, 5 PB arriba de lo obtenido en 2009, por su parte la utilidad neta se estima para 2010 en 169.837 millones de pesos, lo que implica un aumento del 15.3%, además el margen neto se espera este en 2.255, levemente superior al 2.11% obtenido en 2009.
- Se espera que los gastos financieros disminuyan en 2010, debido a la disminución que se ha visto en las obligaciones financieras de corto y largo plazo, pues tan solo en el 1T-10 los gastos financieros disminuyeron un 44%, pues en el primer trimestre de 2009 estos fueron 42.674 millones de pesos, mientras que en el mismo periodo de 2010 fueron 23.560 millones de pesos.
- Lo anterior ayudara a que la utilidad neta mejores su margen en 2010.
- La expectativa de crecimiento del PIB para el 2010, de un rango entre 4% a 5%, hará que el consumo tenga un comportamiento mas dinámico, lo que nos imprime positivismo.
- Se estima que las obligaciones financieras en 2010 disminuyan un 5% más a lo registrado a fin de 2009.

<b>Pérdidas y Ganancias (millones \$)</b>	<b>2010 - Dic(E)</b>	<b>2011 - Dic(E)</b>	<b>2012 - Dic(E)</b>	<b>2013 - Dic(E)</b>
Total Ingresos Operacionales	7,540,455	8,105,989	8,673,409	9,107,079
Costos de Ventas	-5,677,963	-6,097,706	-6,518,021	-6,837,078
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,862,492</b>	<b>2,008,283</b>	<b>2,155,388</b>	<b>2,270,001</b>
Gastos Operacionales	-1,583,496	-1,700,556	-1,817,775	-1,906,755
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>278,997</b>	<b>307,728</b>	<b>337,613</b>	<b>363,246</b>
<b>Utilidad Antes de Imp</b>	<b>232,654</b>	<b>270,352</b>	<b>308,354</b>	<b>331,027</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>169,837</b>	<b>197,357</b>	<b>225,099</b>	<b>241,649</b>
<b>EBITDA</b>	<b>587,381</b>	<b>630,803</b>	<b>674,284</b>	<b>707,290</b>

<b>Balance General (millones \$)</b>	<b>2010 - Dic(E)</b>	<b>2011 - Dic(E)</b>	<b>2012 - Dic(E)</b>	<b>2013 - Dic(E)</b>
Disponible	427,799	466,301	508,268	554,012
Inversiones Negociables	134,377	147,815	162,596	178,856
Deudores	242,365	254,483	267,208	280,568
Inventarios	822,409	838,857	855,634	872,747
<b>Activo Corriente</b>	<b>1,656,510</b>	<b>1,737,016</b>	<b>1,823,266</b>	<b>1,915,743</b>
<b>Activo No Corriente</b>	<b>4,727,811</b>	<b>4,838,696</b>	<b>4,972,352</b>	<b>5,095,296</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>6,384,320</b>	<b>6,575,712</b>	<b>6,795,618</b>	<b>7,011,038</b>
Obligaciones Financieras	220,349	205,894	224,756	212,071
Proveedores	1,055,499	1,144,917	1,241,911	1,347,121
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>1,676,725</b>	<b>1,786,217</b>	<b>1,941,624</b>	<b>2,079,621</b>
Obligaciones Financieras	269,481	262,995	274,870	270,885
Bonos	255,000	255,000	255,000	255,000
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>547,616</b>	<b>541,096</b>	<b>552,984</b>	<b>549,019</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>2,224,341</b>	<b>2,327,312</b>	<b>2,494,608</b>	<b>2,628,640</b>
<b>Interés Minoritario</b>	<b>3,456</b>	<b>3,456</b>	<b>3,456</b>	<b>3,456</b>
<b>Patrimonio Accionistas</b>	<b>4,156,523</b>	<b>4,244,943</b>	<b>4,297,554</b>	<b>4,378,942</b>

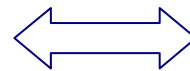
Fuente: Cálculos Ultrabursátiles

# VALORACIÓN-MODIFICACIÓN EN WACC AUMENTA EL VALOR DE LA EMPRESA

Datos julio 21 2010

Valor Patrimonial (mll \$)	7,160,411
<b>VALOR POR ACCION Dic. 2010 (Precio Justo)</b>	<b>\$ 21,451</b>
Precio Cierre (Julio 21)	\$ 18,880
<b>Potencial</b>	<b>13.62%</b>
<b>COMPRA</b>	

WACC cae 131 puntos básicos



	2010 (E)
Costo de la Deuda (Kd)	7.42%
Costo Fondos propios (Ke)	11.09%
Beta (Semanal Ene-08/Ene-10)	0.78
Proporción de Fondos Propios	95.81%
Proporción de la Deuda	4.19%
<b>WACC</b>	<b>10.85%</b>

## Análisis de sensibilidad

Fuente: Cálculos Ultrabursátiles

		WACC				
		9.76%	10.30%	10.85%	11.39%	11.93%
G	2.70%	22,891	21,929	21,095	20,365	19,721
	2.85%	23,130	22,132	21,269	20,516	19,853
	3.00%	23,381	22,344	21,451	20,673	19,989
	3.15%	23,643	22,565	21,639	20,835	20,130
	3.30%	23,917	22,795	21,835	21,003	20,276

## CONCLUSIONES

- Precio Objetivo: Aumenta a \$ 21.432 desde \$19.513, con lo cual la recomendación se mantiene en compra, dado el buen desempeño en términos operacionales, los márgenes están en aumento, soportados por unos fundamentales macroeconómicos positivos en Colombia, y una política comercial positiva, al igual que reducción en gastos financieros.
- La caída en los tesoros a 10 años, el IPC y la devaluación implícita ayudan a que la tasa WACC caiga 131 puntos básicos.
- Las ventas al por menor han venido presentando un comportamiento positivo, al igual que las ventas al por mayor, sin embargo es importante que la tasa de desempleo muestre signos de recuperación.
- La disminución en la deuda se considera positiva, al igual que la emisión de acciones realizada en 2009 (la demanda fue amplia) es positiva, al igual que el valor que genera la compra de Carulla-Vivero.
- La alianza con CAFAM permitirá ampliar su participación de mercado nacional a 47.53% (situación que no involucra el modelo de valoración pero que imprimiría valorizaciones adicionales) y especialmente ampliar su presencia en Bogotá y en algunas ciudades intermedias. Las posibilidades de que alianzas como estas se conviertan en integraciones son grandes. La posibilidad de administrar estos supermercados implica vender más con gastos operativos incluso inferiores a los que hoy maneja y con la posibilidad de hacer más rentable la operación.
- La acción muestra un rezago de valorización en 2010, si se compara con el IGBC, que a julio 21 se ha valorizado un 13.8%, mientras que Éxito ha presentado un comportamiento negativo de -3.2%. En la actualidad estamos en niveles máximos históricos, por lo que esta acción es atractiva, por precio de valoración y por máximo histórico (20.000)

FLASH: ÉXITO

La toma de decisiones de inversión mediante el uso de la información y el análisis contenidos en este informe es de exclusiva responsabilidad del inversionista. Ultrabursátiles S.A. no garantiza que este informe esté libre de errores ni garantiza los resultados que puedan ser obtenidos mediante el uso de la información o del análisis suministrados.

Al momento de considerar las opciones de inversión de las que trata el presente informe, el cliente deberá tener en cuenta su perfil de riesgo de acuerdo con las definiciones que se presentan a continuación:

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN	OBJETIVOS DE LA INVERSIÓN	PERFIL DEL RIESGO
<b>Conservador</b>	Preservar el capital con un crecimiento moderado.	Tolera un nivel de riesgo bajo. Admite fluctuaciones menores en su capital.
<b>Moderado</b>	Obtener un crecimiento medio del capital a largo plazo.	Tolera un nivel de riesgo medio. Admite pérdidas en su capital.
<b>Dinámico</b>	Obtener un crecimiento alto del capital en operaciones de corto y mediano plazo. Obtener elevadas rentabilidades, mediante la inversión en activos con mayor potencial de crecimiento.	Tolera un nivel alto de riesgo. Admite pérdidas de su capital.

Informe elaborado por el Departamento de Investigaciones Económicas de Ultrabursátiles S.A.

- Susana Gómez (Presidente)
- David Aldana (Director Investigaciones Economicas)
  - Lilian Mora (Analista de Activos Internacionales)
    - Edgar Romero (Analista de Acciones)
  - Camilo Contreras (Analista de Renta Fija)

Cualquier comentario o sugerencia puede dirigirlo a  
[investigaciones@ultrabursatiles.com](mailto:investigaciones@ultrabursatiles.com)

