

VALORACIÓN FINANCIERA DE SUPERMERCADOS EURO

LUIS FERNANDO GARZON

luisfdogarzon@gmail.com

HERNANDO PALACIO HAJDUK

davidhajduk@gmail.com

RESUMEN

El crecimiento de tiendas especializadas en la comercialización masiva de productos al por menor o al detalle, ha generado una alta competencia entre los diferentes supermercados, donde cada uno busca diferenciarse por nicho de clientes, formatos, servicios y productos. En esta competencia se encuentra Supermercados EURO, con la propuesta de valor de ahorro efectivo, sustentados en excelente servicio, frescura, abundancia y calidad.

Este trabajo realiza una valoración financiera de Supermercados EURO, por medio del flujo de caja descontado, donde se incluyeron para las proyecciones las estrategias de crecimiento por puntos de venta proyectados desde la gerencia, servicios a domicilios, formato de alto nivel, buen servicio, tarjeta euro, entre otras.

JUSTIFICACIÓN

La fidelización es uno de los factores de éxito de las grandes superficies, para esto los supermercados realizan permanentemente descuentos, promociones y campañas de fidelización por medio de facilidades de pago, buen servicio y atención personalizada. La estrategia de cada supermercado para generar fidelización en sus clientes es diferente, pero esto plantea unos requerimientos de recursos y capacidades, los cuales la gerencia debe provisionar y establecer los límites de la organización.

Algunas estrategias expansionistas pueden llegar a generar problemas de liquidez, que afecten en último término al desempeño de la empresa. Un caso muy conocido es ENRON donde la diversificación y el alto crecimiento de la empresa generó unas expectativas que terminaron por hacer que sus accionistas lo perdieran todo.

En el área metropolitana, existe una carrera expansionista de varios jugadores en el sector de ventas al por menor o al detalle, los cuales buscan obtener una parte de mercado, que les permita ser un actor representativo en los próximos años. Por eso se ha desatado una apertura masiva de nuevas tiendas, buscando posicionarse en diferentes nichos, y así desplazar a tiendas y mini mercados que ofrecen comodidad y variedad a los clientes.

Esta competencia plantea para la gerencia de los supermercados retos importantes: ser asertivos en las estrategias, tener una tasa de crecimiento y posicionamiento no menor a la de la competencia y al intentar lo anterior deben enfocarse en evitar la iliquidez, obstáculo que puede impedir cumplimiento de con las obligaciones con los proveedores de bienes, servicios (mercadeo y publicidad) y compromisos con el sector financiero.

Este es el desafío con el que cuenta hoy la gerencia y accionistas de Supermercados EURO, que buscan mantener la propuesta de valor de ahorro efectivo que consiste en ofrecer el precio más bajo en la mezcla de productos que componen la canasta básica, dentro de un marco de servicio, frescura, abundancia y calidad. Este trabajo de tesis de maestría busca establecer los requerimientos de caja de las estrategias de posicionamiento implementadas por el supermercado y la estimación de un valor de mercado para la empresa que le permita tener un valor de referencia, en el caso de requerirse aportes adicionales de capital.

ANTECEDENTES

Supermercados EURO, fue concebido desde el principio para ofrecer a sus clientes un nuevo concepto en el sector comercialización masiva de productos al por menor o al detalle a través del ahorro efectivo. Esta promesa le ha permitido ser referenciado en el área metropolitana como un jugador destacado en el cumplimiento de dicha promesa.

Fundado por Luis Fernando Mesa González, el 28 de diciembre del 2001, en el local 13 del bloque 25 de La Central Mayorista de Antioquia con un área aproximada de 360 m². Para comienzos del año 2002 Supermercados EURO inicia su carrera expansionista que le permite contar, para finales del año 2013, con 5 (cinco) puntos de venta denominados: Mayorista, Frontera, Florida, Guadalcanal y Laureles.

Para lograr mantener la propuesta de valor de ahorro efectivo; Supermercados Euro ha desarrollado alianzas con los principales proveedores de productos de gran consumo (alimentos, bebidas, cosméticas, limpieza e higiene personal) y además con pequeños y medianos cultivadores de frutas y verduras de la región.

Desde mediados del año 2012, Supermercados EURO se ha planteado construir un centro de distribución, que le permita agilizar la logística para evitar faltantes en el suministro de productos para la distribución en puntos de venta, reducción de costos de entrega por volumen y calidad de los productos.

La gerencia se encuentra comprometida en extender a lo largo y ancho de la geografía nacional, su propuesta de entregarle a la comunidad la efectividad de sus procesos, convertidos en una sola promesa: ahorro efectivo, dentro de un marco de responsabilidad social, orden y cumplimiento de las obligaciones con las instancias legales, pero sobre todo como un compromiso por la construcción de una mejor Colombia.

LAS VENTAS MINORISTAS O AL DETALLE EN EL VALLE DE ABURRÁ

Desde finales del año 2012, existe una creciente y agresiva competencia en el sector ventas minoristas en el Valle de Aburrá, más específicamente en la línea de abarrotes, constituida por los productos de alimentos, bebidas, conservas y/o enlatados, artículos de limpieza y de uso en el hogar. Con la entrada de Cencosud, (Centros Comerciales Sudamericanos S.A), el grupo austral que posee nueve tiendas-Jumbo (siete) y Metro (dos)- genera una competencia por una participación del mercado que, hasta el momento, ha dominado el grupo francés Casino con 72 tiendas de sus marcas Éxito, Carulla y Surtimax (America Retail, 2013).

Esta competencia ha generado que los jugadores locales y extranjeros de abarrotes como Tiendas D1, Superahorro, Locatel, Euro, Olímpica, La Vaquita, entre los más representativos, se enfoquen en abrir nuevos puntos de venta con diferentes formatos, productos y servicios que les permita posicionarse y tener una perspectiva de crecimiento de largo plazo. La principal tendencia de los grandes actores es introducir nuevos puntos de ventas, ubicados en sectores o zonas residenciales y/o barrios, buscando cercanía al mayor número de clientes y desplazando a las tierras de barrio, distribuidoras y

comercializadoras de abarrotes, que ejercían su poder monopólico de acceso en los barrios.

Las principales estrategias de posicionamiento utilizadas por las cadenas de supermercados de ventas minoristas están relacionadas con promociones de lanzamiento de nuevos productos, incremento y posicionamiento del consumo de productos denominados marcas propias o institucionales, caracterizándose principalmente por la calidad y los bajos precios, asimismo implementar superficies acordes con un portafolio de productos que les permitan atender diferente público. La prestación de servicios financieros ya no es un factor de diferenciación entre los supermercados, pero les ayuda a blindarse contra la informalidad y tiendas pequeñas, cercano al 53 por ciento del comercio al detal, lo cual es consistente con el alto nivel de empleo informal, bajos niveles de ingresos y una alta dispersión de la población en el territorio (El Tiempo, 2014).

Esta competencia en el sector de las ventas minoristas obliga a los supermercados a ofrecer mejores productos y servicios, como una respuesta a una dinámica que se viene presentando en las ciudades intermedias, que es coherente con el aumento del poder adquisitivo de los antioqueños.

PERSPECTIVAS DEL SECTOR

Colombia ascendió 5 puestos y se ubicó en la casilla número 18 de los países más atractivos para la inversión del comercio minorista.

Así se desprende del Índice Global de Desarrollo de las ventas del sector minorista o al detal (GRDI, por sus siglas en inglés), que realiza el Instituto de Consumo de la firma A.T. Kearney y en el cual se clasifican las 30 naciones con mejor ambiente para la inversión de este sector. (Portafolio, 2013).

Las perspectivas de largo plazo para Colombia son favorables, si se tiene en cuenta el crecimiento de la economía, el control de la inflación, una tasa de cambio flotante y la estabilidad macroeconómica. Razón por la cual los jugadores claves del sector se han enfocado principalmente a la compra o apertura de nuevas puntos de venta. Entre los supermercados que realizaron las principales inversiones se encuentran: Cencosud, que invirtió USD 20 millones para abrir seis nuevas tiendas en diciembre de 2013 y Tiendas D1, que a pesar de la pérdida operacional de COP \$30 mil millones durante 2013, abrió 87 tiendas nuevas para cerrar con un total de 254 tiendas a diciembre de 2013. Por su parte, Supermercados EURO abrió dos nuevas tiendas para finales de 2013 y plantea la adquisición de 10 nuevos puntos de ventas, BIG y Superahorro, por un valor cercano a los COP 7.5 mil millones. La adquisición de los supermercados mencionados sucede cuando ambas empresas se encuentran atravesando una difícil situación económica, accediendo a estos por debajo de su valor en libros y evitando amortizar intangibles.

Además, los competidores del sector de ventas minoristas han enfocado sus inversiones para entrar en el e-commerce, siguiendo la estrategia de Walmart, para abrirse paso por internet (CNN, 2014). El Éxito invertirá USD\$ 10 millones en nuevo portal de comercio electrónico, con la marca Cdiscount (Ciro, 2014). Pero en general, actualmente no se cuenta con una estrategia clara para ingresar al canal del e-commerce (Gallo, 2014).

LA ESTRATEGIA

En la actualidad Supermercados Euro, ha enfocado todos sus esfuerzos a la apertura puntos de venta para el año 2014, con la implicación de las responsabilidades que ello requiere tales como: los estudios de viabilidad financiera, definición y estudio de clientes objetivo -a través de la georreferenciación de número de familias en la zona, estratificación, ingresos promedio hasta llegar a la definición del portafolio de productos, etc. Luego de adelantar las tareas de puesta en marcha, se realizan las negociaciones con los proveedores, las cuales están enfocadas en la generación de flujo de caja y consisten en pactar descuentos significativos para realizar la dotación inicial del punto de venta a un bajo costo, venta por metro cuadrado de los espacios o superficies estratégicas del piso de ventas de acuerdo con el flujo de clientes y finalmente pactar compromisos de compras futuras con descuentos graduales.

Otra estrategia a la cual le apunta es la fidelización de los clientes a través de la Tarjeta de Crédito BBVA – Euro, la cual se lanzó a mediados del mes de septiembre de 2013 y se pretende brindar al cliente beneficios adicionales de descuentos en todas sus compras, exención del pago de la cuota de manejo, aparte de gozar de los privilegios con descuentos a través de alianzas realizadas con otras entidades tales como gimnasios, almacenes de ropa, concesionarios de vehículos, centros de belleza, etc.

Al mismo tiempo sigue enfocado en el crecimiento de las ventas a través del canal de domicilios, servicio que ya se encuentra operando desde el mes de septiembre de 2013 en otras tres (3) sedes del supermercado y el cual requirió la inversión en capital humano y en un nuevo vehículo para garantizar la entrega oportuna. Siguiendo con las estrategias relacionadas en el mes de junio de 2013, las referencias de los productos marca propia ascendían a 617 y se espera que se cierre del año 2014 en curso con una cifra cercana a las 1.100 y para el año 2015 deben tener alrededor de 2.500 referencias, con el propósito de ofrecerle al cliente una opción diferente a un precio bajo y calidad.

ASPECTOS METODOLÓGICOS

Instrumentos o Técnicas de Información

Las fuentes oficiales de información financiera de la empresa fueron directamente suministradas por las directivas de la compañía. Esta información fue verificada y complementada con la información suministrada por Portafolio (Portafolio, 2013), de la empresa Inversiones Euro S.A. al 14 de junio de 2013.

Es importante anotar que Inversiones Euro S.A. se encuentra en una reestructuración contable, por lo que fue necesario para los datos obtenidos hasta el año 2013, realizar un proceso de minería de datos, con el fin de construir las cuentas para realizar las proyecciones.

De manera complementaria, se recurrió a información secundaria, que permita establecer la evolución del sector de ventas minoristas, tendencias y la identificación de nuevas estrategias de fidelización, que permitan aportar a la estrategia de la gerencia.

MÉTODO CANVAS

A continuación relacionamos el análisis del modelo de negocios

Tabla 1. ANÁLISIS CANVAS: Asociados clave, actividades clave, propuesta de valor, relación cliente, segmentos clientes, recursos claves, canales de distribución y comunicación, estructura de costos y flujo de ingresos.

PROPUESTA DE VALOR

Asociados Clave	Actividades Clave	Propuesta de Valor	Relación Cliente	Segmentos Clientes
<p>Proveedores</p> <p>Los clientes son finalmente quienes a través de su testimonio deciden si se cumple con la promesa de valor</p> <p>Correos Masivos</p>	<p>Negociación efectivas</p> <p>Cumplir con la promesa de valor</p> <p>Prestar un excelente servicio al cliente (frescura, abundancia, calidad y servicio)</p> <p>Comunicación efectiva con el cliente y el proveedor</p>	<p>Ofrecer al cliente ahorro efectivo a través de productos de la canasta familiar</p> <p>Ofrecer otra alternativa al cliente partiendo de la venta de bienes complementarios</p> <p>Ofrecer al cliente variedad de productos a un precio asequible</p>	<p>Escuchar al cliente en el punto de venta - Contacto directo con el cliente.</p> <p>Página de Internet quejas y reclamos</p> <p>Redes sociales y blogs, correos electrónicos</p>	<p>Clases Medio - Alto</p> <p>Clientes corporativos, canal institucional</p> <p>Clientes que desean marcar desde la comodidad de su hogar. (Web o Telefónicamente).</p>
	<p>Recursos Claves</p> <p>Bases de datos de clientes</p> <p>Los empleados deben estar identificados con la promesa de valor</p> <p>Destinación de recursos financieros para cumplir con la promesa de valor</p>		<p>Canales de Distribución y comunicación</p> <p>5 puntos de venta</p> <p>Ventas a domicilio</p> <p>Página WEB, Redes sociales, Cupón ciudad y Divercity</p>	
Estructura de Costos			Flujo de Ingresos	
Operativo. (Inventarios, personal, funcionamiento de los puntos de venta):		Ventas Directas		
Fijos + Variables		Ingresos por alquiler de espacios con proveedores y concesionarios		

El Método Canvas, se divide en nueve módulos, la parte derecha es la que hace referencia a los aspectos externos a la empresa, al entorno y se compone por los siguientes bloques: segmento de mercado, propuesta de valor, canales, relación con clientes y fuentes de ingresos; En la parte izquierda se reflejan los aspectos internos de la empresa como asociaciones clave, actividades y recursos clave, y estructura de costes.

ALCANCES

La información suministrada por la empresa desde el año 2005 al 2013 es muy general, solo se cuenta con los estados de resultados y los balances generales de cada año. Para estos años la contabilidad no respondía a los requerimientos de información de la gerencia para la toma de decisiones. Esto dificulta contar con una información profunda que nos permita proyectar los estados financieros de la empresa con un nivel de incertidumbre bajo.

Debido a las circunstancias de la contabilidad de la empresa, se estimarán los requerimientos de capital de trabajo y capitalizaciones necesarias para soportar los crecimientos estimados para la empresa. Para la valoración del supermercado se realizó una proyección de los flujos de caja, para lo cual se tomó como referencia los metros cuadrados como unidad base para medir el crecimiento del supermercado. Por último, se realizó un proceso por múltiplos, con el fin de comparar y entregar un dato más cercano al valor de la empresa.

Finalmente, se utiliza la simulación con el programa @risk, que permita simular varios escenarios de crecimiento, con el fin de establecer los requerimientos de capital, disponibilidad de caja y valor de la compañía.

FORMULACIÓN DE LA PREGUNTA

¿Cuál es el valor de Supermercados EURO hoy año 2014, de acuerdo a los objetivos de crecimiento de la gerencia, en los próximos 6 años?

OBJETIVO GENERAL

Estimar el valor razonable de Supermercados EURO utilizando la metodología del flujo de caja libre descontado.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Realizar un diagnóstico financiero de la compañía Supermercados EURO.
2. Identificar las bases y supuestos para desarrollar sus proyecciones financieras.
3. Realizar una simulación del crecimiento utilizando el método Monte Carlo.
4. Determinar el crecimiento del supermercado de acuerdo al Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD).

MARCO DE REFERENCIA CONCEPTUAL

Marco conceptual

A continuación se exponen los métodos de flujo de caja libre y la simulación Monte Carlo, las cuales permiten estimar el valor de Supermercados EURO. Luego se profundizará en los conceptos de crecimiento orgánico y las teorías más relevantes de administración y mercadeo en el sector de ventas minoristas o al detal.

Métodos de valoración.

Según la superintendencia de sociedades de Colombia se estableció, con el decreto 220-069200 del 02 de Diciembre de 2005, que "(...) Aunque existen muchos métodos de valoración de empresas, los más conocidos en nuestro país son: Valor en libros; valor de mercado, valor presente del flujo futuro de utilidades, y valor presente del flujo de caja libre".

Mascareñas (Mascareñas, 2005) afirma que el Método del descuento de flujos de caja, es la técnica de valoración más importante y más utilizada actualmente. Siguiendo la recomendación de Mascareñas y de la superintendencia de sociedades, optaremos por desarrollar el ejercicio de valoración utilizando el método de descuento de flujos de caja. De acuerdo a García (García, 2003), el ejercicio aritmético de valoración de una empresa por el método del flujo de caja libre integra tres elementos: proyección del flujo de caja libre, el costo de capital y el valor de continuidad. A continuación definimos nuestro interés en el método de valoración flujo de caja descontado, por tanto, desarrollaremos los tres elementos, como lo sugiere García (García, 2003).

Proyección del flujo de caja libre

Según la superintendencia, "(...) Para determinar la relación de intercambio se toma como base el valor presente de las utilidades que, bajo supuestos razonables, se proyecta tendrá la respectiva entidad en un horizonte de tiempo que normalmente varía en Colombia entre 5 y 10 años, dependiendo del sector al que pertenezca la empresa, el momento en que se encuentra su evolución (en etapa pre operativa, iniciando actividades, en operación normal, etc.) y otras condiciones específicas que pueden variar para cada caso."

"Para efectos de este método de valoración, se entiende por Valor Presente o Descontado el que representa el monto actual de las utilidades que se espera genere la empresa en el periodo establecido, una vez hecho el descuento de su valor futuro a una tasa pactada o a la tasa de interés de oportunidad aplicable al ente respectivo. El pronóstico de las utilidades debe realizarse dentro del marco de la situación actual de la empresa y del sector al que pertenece, así como de sus perspectivas razonables, ya que, por ejemplo, no es igual el valor de una empresa si su sector está en expansión a si está en recesión." (Superintendencia, 2005).

Vélez-Pareja (Velez Pareja, 2002) aclara que el flujo de caja libre puede ser utilizado para calcular el valor de la empresa, pero debe tenerse en cuenta que este flujo responde por todos los costos asociados al proyecto o empresa, y equivale a comprar sin pasivos. Por lo tanto, para estimar el valor de la firma se debe calcular el valor presente del flujo de caja libre a la tasa del costo promedio ponderado del capital y restarle el valor del pasivo en el instante cero.

Costo del capital

Según (Brealey, Myers, & Allen, 2010), el costo de capital es la tasa de descuento utilizada para convertir el flujo de caja libre esperado en valores actuales. (Berk & DeMarzo, 2008) afirman que se debe medir el riesgo sistemático y determinar el rendimiento esperado de un valor que se negocia, con el fin de establecer cuál es el rendimiento esperado por el inversionista sobre su inversión. (Copeland, Koller, & Murrin, 2004) indican que este se calcula como el costo promedio ponderado de cada una de las fuentes de financiación después de impuestos. El costo de oportunidad de la financiación por recursos propios es la más difícil de estimar, porque no lo podemos observar directamente en el mercado, por tanto recomienda que para el modelo FCLD se utilice el Capital Asset Pricing Model. La fórmula es la siguiente:

$$K_e = r_f + [E(r_m) - r_f](\beta)$$

Formula No 1.

Donde, r_f = Tasa libre de riesgo; $(r_m) - r_f$ = Premio por el riesgo de mercado; β = Riesgo sistemático de la acción.

(Berk & DeMarzo, 2008) afirman que la elección que haga una empresa para financiarse no afecta su valor. Aunque la deuda tiene un costo de capital más bajo que las acciones, no hay que considerar a estos en forma aislada. Si bien la deuda es más barata, incrementa el riesgo y con ello el costo del capital propio.

A pesar de esto, (García, 2003) afirma que el modelo de FCLD a través del CAPM no es aplicable en toda su extensión en economías emergentes, en razón a que los mercados de valores son poco desarrollados y/o pequeños. García propone ajustar la información con la prima de riesgo país y adicionarle una prima adicional por empresas pequeñas, debido a que las empresas más pequeñas son más riesgosas que las empresas grandes.

El valor de continuidad.

(Copeland, Koller, & Murrin, 2004) recomiendan que el periodo de proyección explícita sea lo bastante largo para que, al final de este periodo, la empresa haya alcanzado una situación estable. Igualmente, señalan que el valor residual o valor de continuidad es el valor del flujo de caja esperado después del periodo explícito de la valoración. (Velez Pareja, 2002), agrega que el valor de la empresa estará conformado por el valor actual del flujo de caja libre durante

el periodo explícito, más el valor actual del flujo de caja libre después del periodo de proyección.

En el apartado 3.3 de crecimiento orgánico y el 3.4 de estudio de mercado, daremos profundidad a las cuentas en las estrategias de ventas del sector minorista, que servirán de soporte para establecer el valor de continuidad.

Simulación Montecarlo

Permite la valoración de la empresa, brindando rangos a ciertas variables, calculando los niveles de correlación de las variables estudiadas con respecto a la variable de salida de interés. Los Primeros trabajos acerca de emplear análisis conjunto de variables para valoración y reducción del riesgo que marcaron sus inicios fueron (Green & Rao, 1971); (Dick, 1981) y (Green & Srinivasan, 1990).

(Fernández, 2000) no incorporaba dentro de su análisis la simulación Monte Carlo para hallar el valor de la empresa, debido a esto citamos a (Boyle, Options: A Monte Carlo Approach, 1977), quien incorpora el campo de las opciones como una alternativa de valoración. La simulación Monte Carlo fue formalizado por Hammersley and Handscomb (1964), que luego fue modificado por Shreider (1966) y Fishman (1973). Según Cox and Ross (Cox & Ross, 1976), el método Monte Carlo permite incorporar al modelo diferentes distribuciones de probabilidad a cada una de las variables, pudiendo ser usada para obtener solución a problemas de valoración y neutralizando el nivel de riesgo Boyle (Boyle, Options: A Monte Carlo Approach, 1977) realizó un aporte importante en la aplicación del método de Monte Carlo a la reducción del riesgo de las opciones reales.

Crecimiento Orgánico

Según (Cuesta Valiño, 2006), las estrategias de crecimiento pueden realizarse a través de un crecimiento interno u orgánico o un crecimiento externo. Miquel et Alia (Miquel Peris S. , Parra Guerrero, L'hermie, & Miquel Peris, 1996) agrega que el crecimiento interno u orgánico consiste en llevar a cabo la estrategia de crecimiento a través de la creación de nuevos establecimientos de la misma empresa, controlando perfectamente la expansión y asegurándose de que toda la entidad cumple los objetivos, siendo ésta la alternativa más natural para una cadena de distribución comercial. Para desarrollar el crecimiento interno dentro de una organización, se incorporan varios conceptos financieros con el fin de establecer cuáles serán las cuentas que más impacto tendrán con las proyecciones de crecimiento que se realicen.

Para el presupuesto de capital, (Berk & DeMarzo, 2008) enlistan los proyectos e inversiones que una compañía planea emprender durante el año siguiente. La aprobación de estos se denomina presupuestación de capital y resulta de la diferencia entre los activos y los pasivos de la empresa, es una medida contable del beneficio neto de esta.

La inversión se puede realizar en activos fijos, otros activos o en capital de trabajo, según (Berk & DeMarzo, 2008) el capital de trabajo es el capital disponible en el corto plazo para la operación del negocio. Éste se deriva de la diferencia entre los activos circulantes y los pasivos circulantes, agrega (Brealey, Myers, & Allen, 2010) afirman que es la diferencia entre activos y pasivos de corto plazo de una empresa. La inversión de estos implica modificaciones en el CAPEX que, según García (García Estévez, 2012) son erogaciones o inversiones de capital que crean beneficios. Los CAPEX son utilizados por una compañía para adquirir o mejorar sus activos fijos tales como equipamientos, propiedades o edificios industriales. Estas inversiones producen utilidades incrementales que, según (Berk & DeMarzo, 2008), son la cantidad en la que se espera cambien las utilidades de la empresa como resultado de la decisión de invertir.

ESTRATEGIAS DEL SECTOR DE VENTAS AL MINORISTA O AL DETAL

Estudio de mercado

Guiltinan y Paul (Guiltinan & Paul, 1994) afirman que el estudio de mercado es uno que realiza la empresa con el fin de determinar cuáles son las necesidades de un comprador y diseñar un producto o servicio para satisfacer estas necesidades básicas. Para Baca (Baca, 2001) "El estudio de mercado consta básicamente en la determinación y cuantificación de la demanda y oferta, el análisis de los precios y el estudio de la comercialización. Porter (Porter, 2000), va más allá, desarrolla una metodología de análisis de entorno, el cual busca establecer un poder de negociación de una empresa con respecto a los proveedores, clientes, productos sustitutos, competidores existentes y nuevos competidores que pueden ingresar al mercado. Ildfonso and Abascal (Grande & Abascal Fernández, 2009) agregan que un estudio de mercado debe dar información en una serie de tipo de aspectos; se debe investigar sobre el análisis de la demanda, las características del mercado, el análisis de la competencia, la fuerza de ventas y la valoración de resultados. A continuación se profundizaran las estrategias de mercado del sector minorista.

Estrategias del sector

A continuación se enuncian factores determinantes de la elección de una estrategia de crecimiento interno u orgánico en las empresas de distribución comercial (Muñiz Martínez, 1995).

- El formato comercial está en fase de desarrollo, pero esencialmente cuando la empresa dispone de un saber hacer superior o igual al de los concurrentes.
- El mercado inicial del formato comercial está poco saturado.
- Se desea que el formato comercial sea correctamente desarrollado en el extranjero dificultando su imitabilidad.
- Cuando la forma jurídica del grupo de distribución no se presta al desarrollo externo.

Estrategia de creación de marca

"Se considera la posibilidad de crecer a través de la obtención de una mayor cuota de mercado en los productos y mercados en los que la empresa opera actualmente" (Santesmases Mestre, 1999).

"(...) Es el aumento de la participación en los mercados en los que opera y con el mismo formato comercial (...)" (Barreiro Fernandez, Díez de Castro, Barreiro Fernández, Ruzo Sanmartín, & Losada Pérez, 2003).

"La apertura de nuevos establecimientos constituye a una necesidad del desarrollo empresarial minorista que implica la conformación de una red geográfica de puntos de venta" (Pérez Ramírez & Carrillo Benito, 2000).

(Miquel Peris S. , Parra Guerrero, L'hermie, & Miquel Romero, 1996) infieren que el crecimiento interno es la creación de nuevos establecimientos de la misma empresa, controlando perfectamente la expansión y asegurándose de que toda la entidad cumple los objetivos.

(Morantes & Chirinos, 2003), la estrategia de abrir varios almacenes, evidencia que la tendencia en los planes corporativos de las mayorías de las empresas de continuar ampliando su participación en el mercado.

(Kotler & Keller , 2009) afirman que la estrategia de penetración en el mercado se puede lograr a través de un crecimiento interno (aumentando el número de tiendas propias, por ejemplo).

(Morantes & Chirinos, 2003) “básicamente, el propósito que persigue la cadena con la apertura de nuevas tiendas, es obtener economías de escala y eliminar competidores”.

(Gosh ,1990) argumenta que nuevos establecimientos en la misma área geográfica en la que se encuentran los establecimientos existentes brinda la posibilidad de conseguir nuevos clientes y aumentar el potencial de venta.

Internet

(Dawson y Burt ,1998). “Por lo tanto, no sólo nos encontramos ante un nivel de desarrollo de nuevos productos mayor que nunca, sino que la innovación, con tiendas que permiten la autoliquidación sin presencia de cajas, kioscos multimedia, lugares innovadores como ubicación para el comercio y tiendas virtuales en Internet, está contribuyendo a ampliar la ya extensa variedad de sistemas de venta minorista, con y sin establecimiento físico”.

(Brynjolfsson y Smith ,2000). “(...) en Internet existía y era importante la lealtad a las marcas y a las empresas de ventas minoristas”.

(Arce, M., y Cebollada J. 2011). “Debido al potencial de Internet como canal de venta, numerosas empresas han comenzado sus operaciones online”.

(Arce, M., y Cebollada J. 2011). “El uso de Internet como canal de compra es cada vez más importante dentro del mundo de los negocios para alcanzar nuevos clientes y mejorar los servicios ofrecidos a sus clientes actuales.

Morganosky y Cude (2002). “(...) la mayoría de los encuestados en tres estudios diferentes citaban la conveniencia y el ahorro de tiempo como motivos para comprar en un supermercado online”.

Martínez et al., (2008). “Los avances en el sector de las tecnologías de la información y la comunicación en general e Internet en particular han incidido de manera significativa en la gestión de las superficies comerciales”.

Celestino y Borja (2005). “las ventajas del internet en el sector de supermercados: presencia global / expansión de la demanda, personalización de la oferta y contenidos/calidad del servicio, reducción de ciertos tipos de costes. Información continuamente actualizada,

sinergias entre distintos canales de venta, acceso rápido a gran cantidad de información/mayor facilidad para efectuar comparaciones, mayor comodidad, ahorro de tiempo y esfuerzo, accesibilidad a mayor número de productos y mayor frescura de los alimentos”.

Kotler (2003). “Los clientes esperan calidad y servicio cada vez más altos, y cierta personalización; pueden obtener amplia información acerca de los productos en Internet y otras fuentes, lo que les permite comprar con mayor inteligencia y están exhibiendo una mayor sensibilidad a los precios en su búsqueda de valor”

Fidelización

Crespo, del Bosque y Ruiz (2009) afirman que las tarjetas de fidelización tratan de conseguir la repetición de las compras que desencadene finalmente en la lealtad del cliente hacia el establecimiento.

Coloma, Montero y Tarzijan (2007) argumentan que las tarjetas, tanto de emisores bancarios como de casas comerciales, buscan incrementar la fidelización y frecuencia de uso de la tarjeta.

Sharma y Stafford (2000) por su parte, añaden que el objetivo fundamental de los supermercados es conseguir experiencias de compras positivas de forma continuada, actuando sobre factores que permitan la fidelización de la clientela.

García, Gutiérrez, De Elizagarate Gutiérrez (2008). “Existen diferentes tipos de programas de lealtad. Los de uso más extendido por parte de los establecimientos detallistas son: los planes de acumulación de puntos, las tarjetas de compra y los clubes de clientes.”

Marca propia

Según Morantes y Chirinos (2003). “Algunas empresas fabrican por encargo de los hipermercados productos a más bajo costo, que luego son comercializados como productos marca propia a un precio menor que los artículos de otras marcas (aproximadamente un 25% de las ventas en los hipermercados estudiados son productos de marca propia)”.

Según Leal y Chirinos(2003). “La marca propia permite reforzar su posición competitiva frente a otras empresas del sector, al ofrecer precios más bajos, competitivos, afectando a pequeños establecimientos y redes locales, cuya oferta no puede competir con la de grandes cadenas”.

Puelles, de Larrea y Albert (1997). “Las marcas propias aparecen a medida que las cadenas detallistas toman conciencia de la importancia de dotar a sus establecimientos de una imagen propia con el objeto de aumentar la fidelidad de la clientela.”

Hoch y Banerji (1993). “Las marcas propias son una fuente importante de beneficios para los supermercados y una formidable fuente de competencia para las otras marcas”.

ANALISIS DOFA

A continuación relacionamos la matriz DOFA de la compañía

Tabla 2. Análisis DOFA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none">• Posicionamiento de la marca Euro.• Capacidad de negociación con sus proveedores.• Ubicación geográfica favorable.• Precios competitivos y calidad de los productos en ofertados.• Infraestructura y dotación.• Definición de estructura organizacional.• Talento humano con sentido de pertenencia.• Eficiencia en las compras.	<ul style="list-style-type: none">• Participación comercial solo en Antioquia.• Falta de definición de procesos internos.• Baja capacidad de respuesta frente a los cambios en el mercado.• Bajo nivel de escolaridad de la mayoría de los clientes internos.• Portafolio de productos por punto de venta sin depurar.• Deficiente demarcación de los precios de los productos.
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none">• Alto potencial de expansión en el mercado a través de formatos de conveniencia.• Asociaciones y alianzas con diferentes compañías para suplir una mayor porción de las necesidades de los clientes.• Expansión y diversificación de los productos de marca propia.• Ampliación de la cobertura geográfica.• Capacitación y entrenamiento del personal en estrategias de atención al cliente y mercadeo.	<ul style="list-style-type: none">• Entrada de nuevos competidores al sector enfocadas al nicho de mercado.• Exposición a la estabilidad económica del país.

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

DESEMPEÑO FINANCIERO Y PROYECCIONES

Supuestos de Operación

Para la realización de las proyecciones de crecimiento de Supermercado EURO se realizaron supuestos en crecimiento, costos y gastos, inversiones y en su forma de financiamiento. Los principales supuestos se hicieron de acuerdo con la estrategia de Supermercados EURO para los próximos años. A continuación se presentan los más relevantes.

Crecimiento

El crecimiento de Supermercados EURO se puede catalogar como orgánico, el cual se dará a medida que se vayan reinvertiendo las utilidades de la empresa, y los cuales se destinan para fortalecer el capital de trabajo, publicidad y posicionamiento, desarrollo de marcas propias, mejoras en logística así como apertura de puntos de venta. Para la gerencia al igual que para los accionistas, es una prioridad el crecimiento de Supermercados EURO. Con el fin de obtener un rápido posicionamiento, la junta directiva dispuso de un proceso de capitalización de la empresa a través del aporte de los socios y el endeudamiento con el sector financiero y proveedores hasta el año 2013. A partir del año 2014 el crecimiento estará proyectado a partir de la generación del flujo de caja.

Debido a que los aportes de capital están orientados al crecimiento de nuevos puntos de ventas, y al incremento de las ventas en cada sede, por tanto se tomará como unidad de crecimiento los metros cuadrados (M2) de operación y el promedio de ventas por M2. La apertura de una nueva tienda debe contar con ciertas características, entre las que se encuentra tener un número de metros entre los 400 – 2000 metros cuadrados, alto tráfico de personas (avenidas, centros comerciales, rutas de transporte, etc) además de fácil acceso a zonas de parqueo vehicular y ubicación estratégica, es decir, cerca de unidades residenciales y conjuntos de apartamentos.

Según las expectativas de la actual gerencia, se espera que el número de tiendas abiertas, al igual que la cantidad de M2 de operación, crezca en los próximos años, y que su comportamiento se suavice en el tiempo. En la tabla No 3 se presentan las tiendas que para el año 2014 se tendrán en operación.

Tabla No 3. Tiendas en operación para el año 2014

TIENDAS EURO		TIENDAS BIG
Mayorista	Barbosa	Caldas
Frontera	Marinilla	Laureles
Florida	Niquía	Barrio Cristóbal
Guadalcanal	Itagüí	Palacé
Laureles	Castilla	Mayorista 2

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

Ventas

La estimación se realiza de acuerdo con las ventas promedio por metro cuadrado, además se tiene en cuenta que la apertura de un nuevo punto de venta impactara las ventas globales sólo dos años después de su apertura, tal como se denota en la tendencia histórica.

Formula No 2. Calculo Promedio de Ventas

$$\text{Promedio ventas} = \text{Ventas}/\text{M}^2$$

Costo de mercancía vendida

Actualmente el CMV de Supermercados EURO ha venido mejorando su margen bruto, para la proyección realizada para el año 2013 al año 2020 se utilizó el margen promedio de los últimos tres años de operación sobre las ventas. Para los gastos operacionales se tomó el promedio de los últimos años para realizar las proyecciones.

Gastos Operacionales

Para los ítems de administración, distribución y ventas, se tomó como base para la proyección el indicador histórico frente a las ventas de acuerdo con el metro cuadrado.

Capital de trabajo

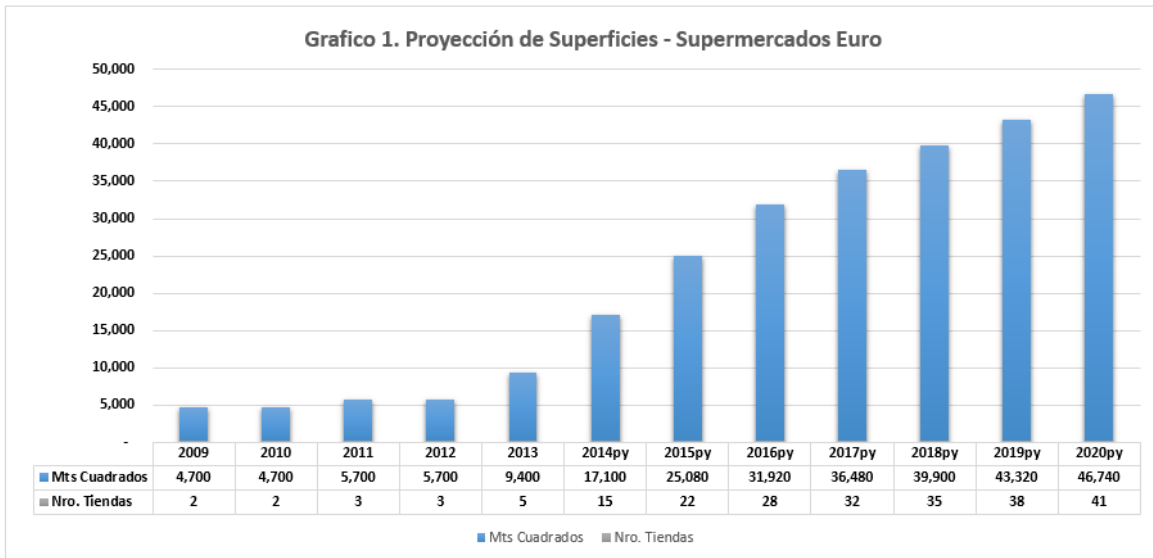
Teniendo en cuenta la información financiera histórica de la compañía se consideraron los datos para las proyecciones el número de días de inventario, cuentas por cobrar y cuentas por pagar, además de las superficies de ventas, como factor de incremento.

Crecimiento a perpetuidad

Para definir el crecimiento de la empresa a perpetuidad, se determinó una gradiente de crecimiento de 0.5%, para después del año 2020.

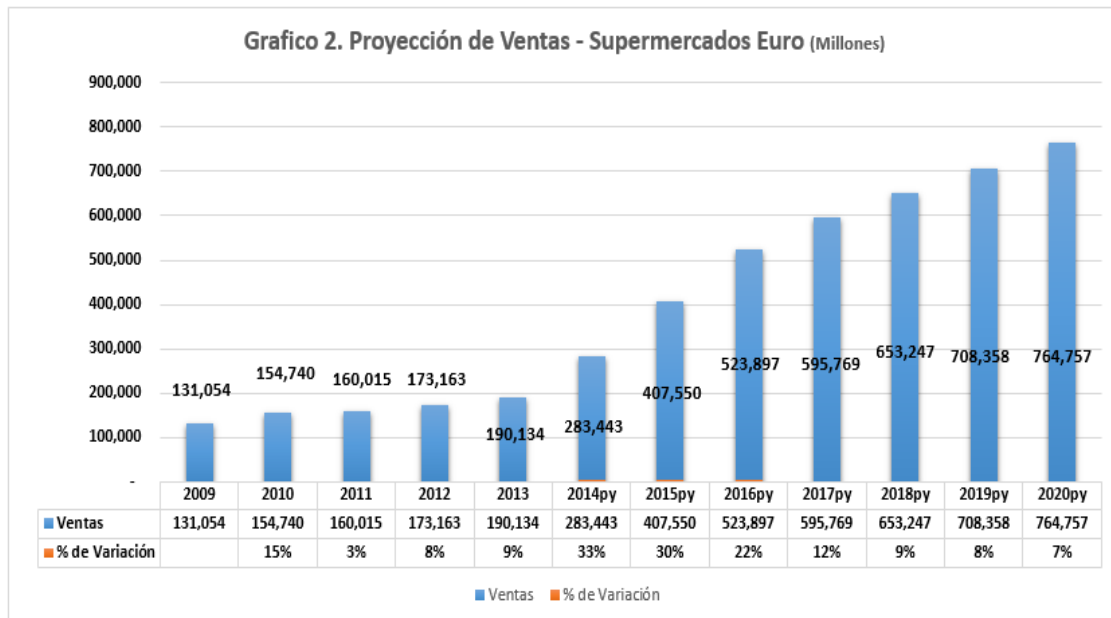
Gráficos de los principales indicadores operacionales – Históricos y Proyectados

Gráfico No 1: Proyección Crecimiento de Superficies Supermercados Euro.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

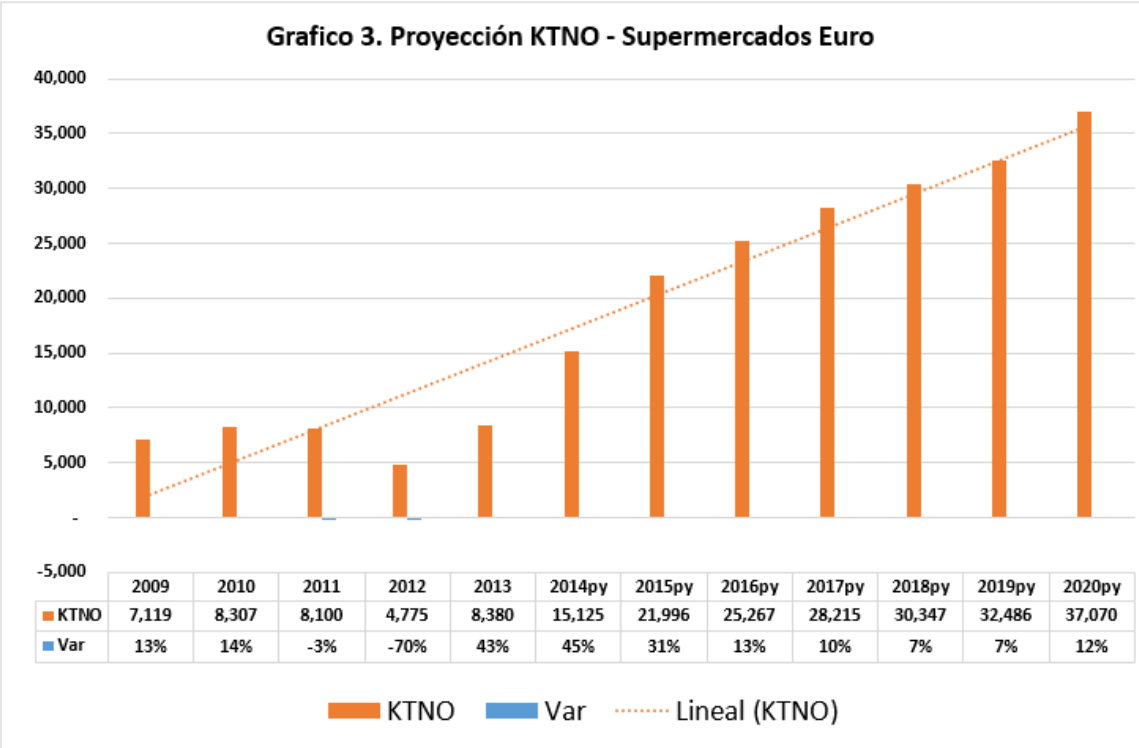
Gráfico No 2: Proyección de Ventas Supermercados Euro.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

El comportamiento de las ventas tiene un crecimiento hasta llegar al máximo en el año 2014 al 33%, luego de este punto, se observa una disminución de 3 puntos porcentuales para el año 2015, 8 puntos para el 2016, 10 para el 2017 y 3 para el 2018.

Grafico No 3: Proyección de KTNO acumulado Supermercados Euro.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

De acuerdo con el anterior indicador se observa una tendencia al crecimiento debido a la apertura de puntos de venta y a la reinversión de las utilidades de periodos anteriores.

ANÁLISIS ESTADO DE RESULTADOS

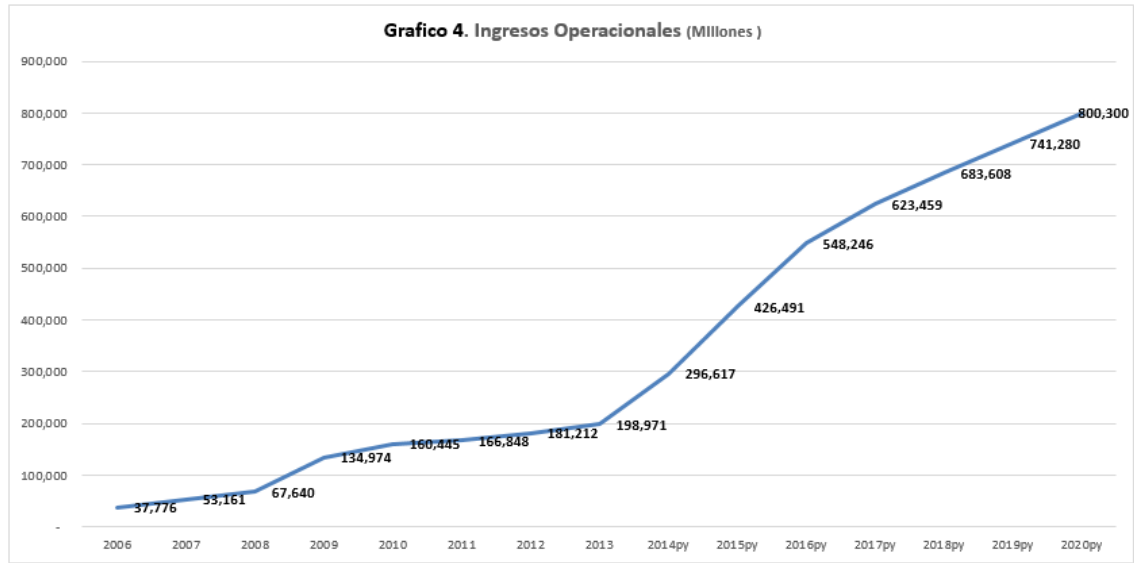
Supermercados EURO busca una estrategia de posicionamiento en el mercado, que le permita ser un actor relevante en el sector de las ventas minoristas. Para esto la gerencia se encuentra trabajando en estrategias como la apertura de puntos de venta, desarrollo y lanzamiento de productos marca propia, incremento en el rango de cobertura para servicio de entrega por domicilios, posicionamiento de marca, montaje del sistema de puntos acumulables por cada compra y la tarjeta de crédito EURO en alianza con una entidad financiera.

En sus inicios, su primera tienda ubicada en la mayorista logro un máximo en ventas, pero a partir del año 2007 las ventas empezaron a experimentar un descenso aproximado del 7% anual. En el año 2008 este hecho llevó a la gerencia a centrar su atención en este negocio antes de que terminara por desaparecer. Las estrategias estaban encaminadas a realizar un cambio en la apariencia y en la distribución de los espacios, estanterías, secciones hasta el montaje de una cafetería gourmet, así como lanzar actividades muy similares a las desarrolladas por otros establecimientos de la Central Mayorista. Aunque los resultados de ventas del punto de venta de la Mayorista no eran los esperados en un intento por llevar este modelo de negocios a otras zonas de la ciudad, a través de una estrategia expansionista del Supermercado, para lo cual inicio con un plan de inversión, que entre los años 2008 al 2013 las ventas crecieron un promedio de 27% anual, con la apertura de los puntos de venta de La Frontera, Guadalcanal, Laureles y Florida.

Para el periodo 2014 a 2020 la empresa contempla un crecimiento a nivel nacional, en regiones del centro del país (Bogotá, Cali, y Costa Caribe, etc.) posicionándose en ciudades intermedias, con la apertura de puntos de ventas. De acuerdo con las proyecciones se espera que la empresa tenga un crecimiento promedio anual en ventas del 23%, con un punto de inflexión en el año 2014, debido a la materialización de la adquisición Supermercados de BIG y Superahorro.

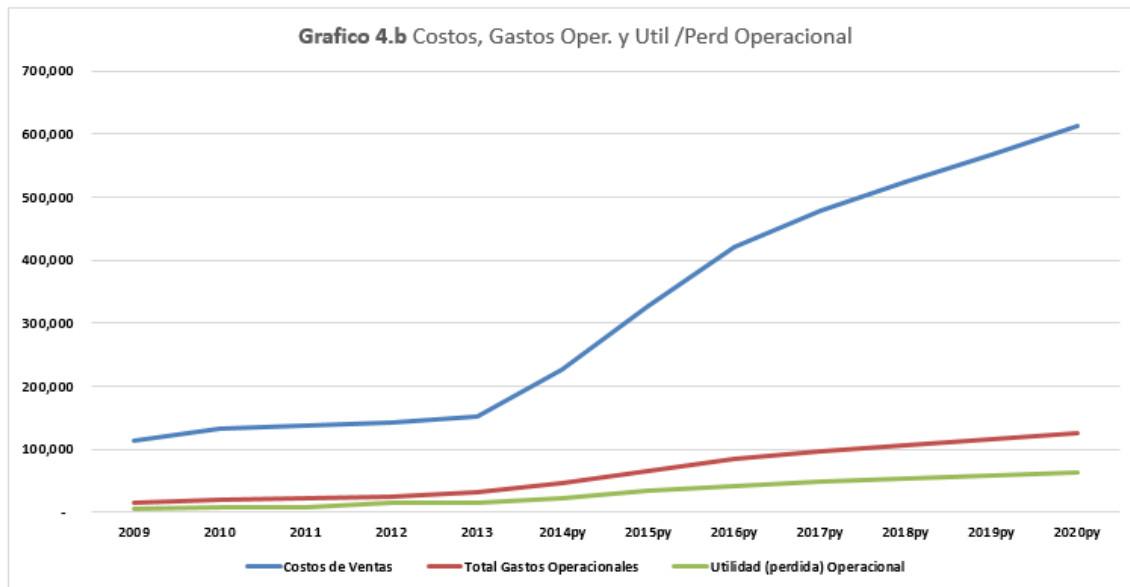
En la gráfica Nro. 4 se presenta la evolución del estado de resultados del año 2005 al 2013, y el proyectado del año 2014 al 2020. Se observa un crecimiento de las ventas, y una participación del margen operativo promedio del 8%, con una utilidad neta promedio del 5%.

Grafico No 4: Análisis Horizontal Estados de Resultados Supermercados Euro.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

Grafico No 4.b: Análisis Horizontal Estados de Resultados Supermercados Euro.

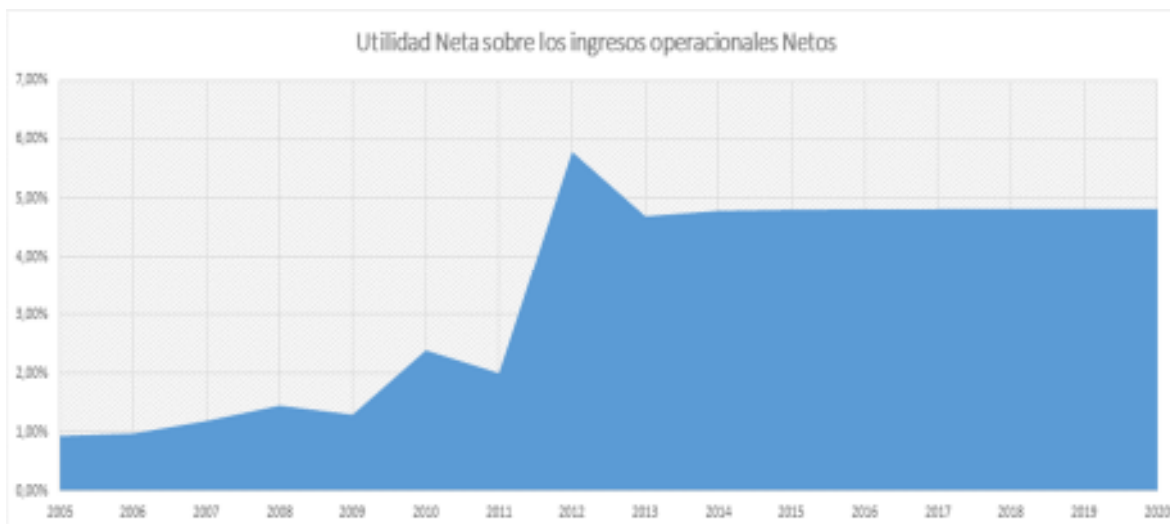


Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

De acuerdo con las características propias del sector de ventas minoristas o al detal donde se presentan márgenes netos bajos, es decir, inferiores al 6%, rotación del activo y apalancamiento, la labor de la gerencia se concentró en incrementar el margen, a través de ajustes de precios de acuerdo con la clasificación de productos, margen y rotación con el fin de convertirlo en un negocio atractivo para los accionistas y poder generar una posibilidad de ingresos que le permitiera generar una reinversión para financiar el crecimiento.

En la gráfica Nro. 5, se observa la evolución de la utilidad neta cercana al 1.2% promedio entre los años 2005 al 2009, sin crecimientos. Desde el año 2009 hasta el 2012, la empresa registró un máximo en la utilidad neta hasta llegar en el último año al 6.06%, debido a un incremento en los ingresos con relación al año 2011 del 8.62%, mientras que el costo de la mercancía vendida sólo incrementó en un 3.68%, consecuencia de la estrategia expansión de puntos de venta, el inicio de actividades comerciales y de mercado denominada ahorro efectivo. Para las proyecciones a partir del año 2013 se planteó un margen promedio del 4.73%, debido a los mayores márgenes obtenidos por la empresa del 2011 al 2013.

Grafico No 5. Utilidad Neta sobre los ingresos operacionales Netos.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro.

Análisis Balance General.

Activos

En las cuentas de disponible se observa un incremento del 3.76%, 7.98% y 55.54%, para los años 2009, 2010 y 2011, correspondiente a la caja generada por las ventas de contado, mientras que la cuenta de inventarios tiene una variación del 106.93% para el año 2009, 15.26% y 6.14%, para los años siguientes. Dicha comportamiento corresponde a la dotación inicial del punto de venta de la Frontera para entrar en operación acompañada de negociaciones especiales con los proveedores con el fin de trasladar a los clientes promociones y descuentos.

La estrategia de expansión de Supermercados EURO exige que se deban realizar inversiones que le permitan a la empresa cumplir con la meta de crecimiento planteada. La apertura de puntos de venta, fortalecimiento del servicio de entrega domicilios y expansión de productos con la marca propia, exigen inversión en rubros tales como flota y equipo de transporte, el cual tiene incrementos del 89.04%, 50%, para los años 2010 y 2011, respectivamente.

Pasivo

Las obligaciones financieras a largo plazo tienen un aumento del 150.44% para el año 2008, recursos destinados para la construcción del edificio del punto de venta de la Frontera. Para los años 2009 y 2010 se reducen en -30.92% y -48.67%. Para los años 2011, 2012 y 2013, se presenta incremento del 20.84%, 63.24 y 27.21%, correspondiente al inicio de operaciones de los puntos de venta de Guadalcanal, Florida y Laureles. Las obligaciones laborales tienen un comportamiento ascendente para los años 2009, 2010 y 2011, del 189.45%, 30.69% y 11,07%, correspondientes a la vinculación del personal para la operación de los puntos de venta nuevos.

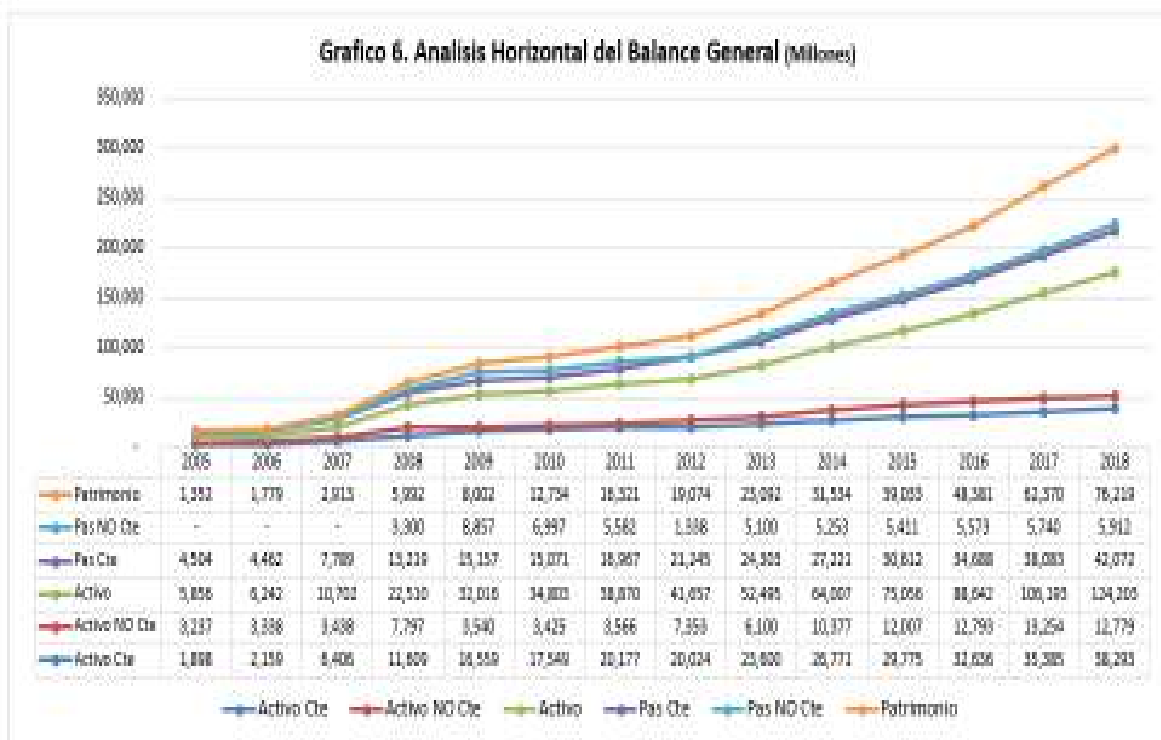
Como se observa en la gráfica Nro. 6, en el rubro de pasivos no corrientes, las obligaciones financieras corto plazo tiene un aumento del 168% en el año 2009 con respecto al periodo anterior, correspondiente al endeudamiento con las entidades financieras para la puesta en marcha o dotación en infraestructura del punto de venta de la Frontera, así como las obligaciones con los proveedores con un aumento del 35 puntos porcentuales al pasar del 40.03% al 75.29%, como otra forma de lograr apalancamiento financiero. Para explicar lo anterior los activos corrientes registran un crecimiento para los años 2008 y 2009, del 110% y 42%, respectivamente, por el rubro de inventarios.

Patrimonio

Se observa incremento del 105.68% para el año 2008, sustentado en superávit de capital y valorización con 333.49% y 246.83%, respectivamente.

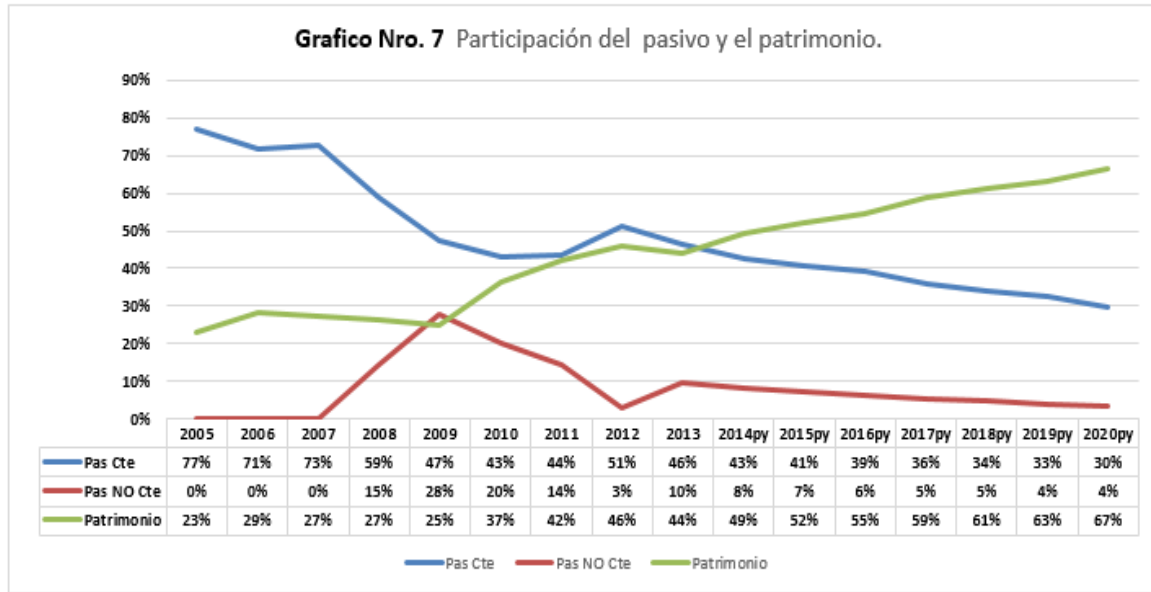
Es muy importante hacer referencia que el crecimiento de Supermercados EURO no sólo será a través de la capitalización, tal como ha sucedido hasta el año 2013, si no se espera que la reinversión de los resultados de ejercicios permita financiar el crecimiento de la empresa, logrando un crecimiento orgánico de la empresa. En la gráfica Nro. 6 se observa que la financiación de la empresa tomará mucha relevancia la reinversión ejercicios anteriores.

Grafico No 6. Análisis Horizontal del Balance general Supermercados Euro.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro.

Grafico No 7. Participación del pasivo y el patrimonio.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

INDICADORES

Supermercados Euro ha mostrado una evolución en su crecimiento constante a partir del año 2008, donde los indicadores de utilidad neta y de rentabilidad de patrimonio, presentan variaciones. Las proyecciones que se tiene son; la disminución de los endeudamientos, aumento de la solvencia y aumentos en la utilidad neta. A continuación se profundizara en cada uno de los indicadores. En la Grafica Nro. 8, se presentan cada uno de los indicadores.

Grafico No 8. Comportamiento total de los indicadores.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

Prueba ácida:

Por cada peso que se debe a corto plazo, se cuenta para su cancelación para el año 2014 con 0.391 centavos en activos corrientes de fácil realización y para el año 2020 con 0.22, sin tener que recurrir a la venta de inventarios, ya que para esta empresa la mayor parte de la inversión es a corto plazo, debido a que su inventario es el rubro de mayor importancia dentro de los activos corrientes por ser una empresa comercial.

Endeudamiento y solvencia:

Los acreedores son dueños del 39.1% para el año 2014 y para el año 2020, del 22.2% de la compañía, y los empresarios son dueños del 60.9% y del 77.8% respectivamente, esto es que por cada peso que la empresa tiene invertido en activos, 39.1% y 22.2% han sido financiados por los acreedores, principalmente proveedores.

Utilidad neta en ventas:

En el año 2014 y 2020 respectivamente, la utilidad neta corresponde a 4.79% y 4.82% de las ventas netas, ósea que por cada peso vendido se generan 4.79 y 4.82 centavos de utilidad. Gracias a los volúmenes de ventas alcanzados con la apertura de los nuevos supermercados, y garantizando la política de ahorro efectivo, se puede alcanzar este indicador.

Rentabilidad del patrimonio:

Para los años 2014 y 2020 las utilidades netas corresponden al 55.56% y 47.09% respectivamente del patrimonio, definiendo así que los socios obtuvieron un rendimiento sobre su inversión.

Rentabilidad del activo:

Aquí la utilidad neta con respecto al activo total del último año proyectado, corresponde al valor de 22.51% en el año 2014 y 23.74%, en el año 2020, o lo que es igual, que cada peso invertido en activos totales generaron 22.51 y 23.74 centavos de utilidad neta en el respectivo año.

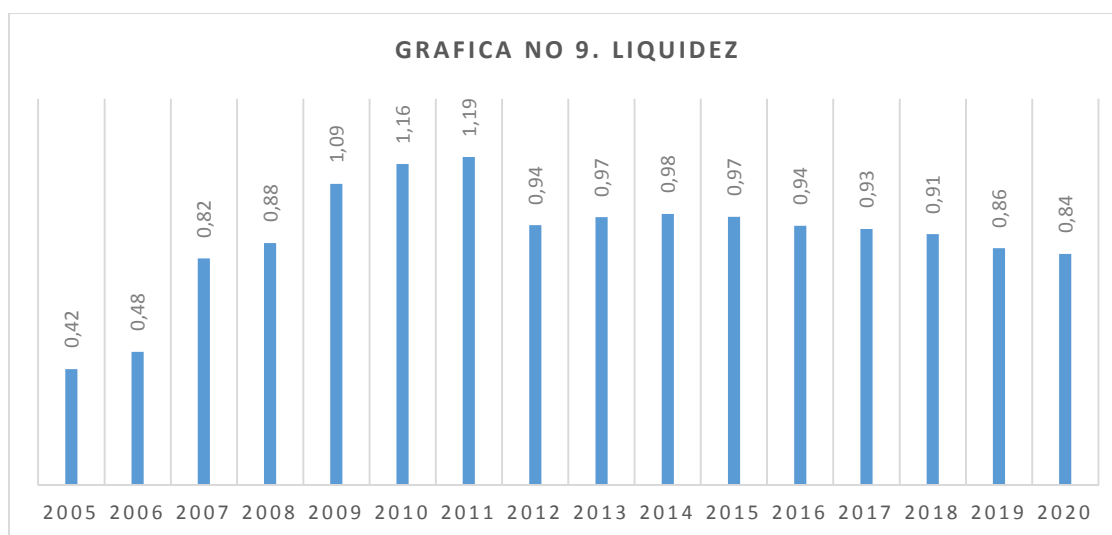
Control de gastos:

Es para el año 2014 un 15.64% y en el 2020 un 15.60% de las ventas netas, sean utilizadas en gastos operacionales.

Importancia del activo corriente:

Se observa, que para el último año del análisis el activo corriente pesa sobre el total de los activos un 24.12%, indicando que la mayor parte del dinero, se está concentrando en activo que ejerce una actividad indirecta en la operación del negocio. Esto se debe a la necesidad de comprar la infraestructura interna de servicio de cada nuevo supermercado.

Grafico No 9. Comportamiento Liquidez.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

Liquidez:

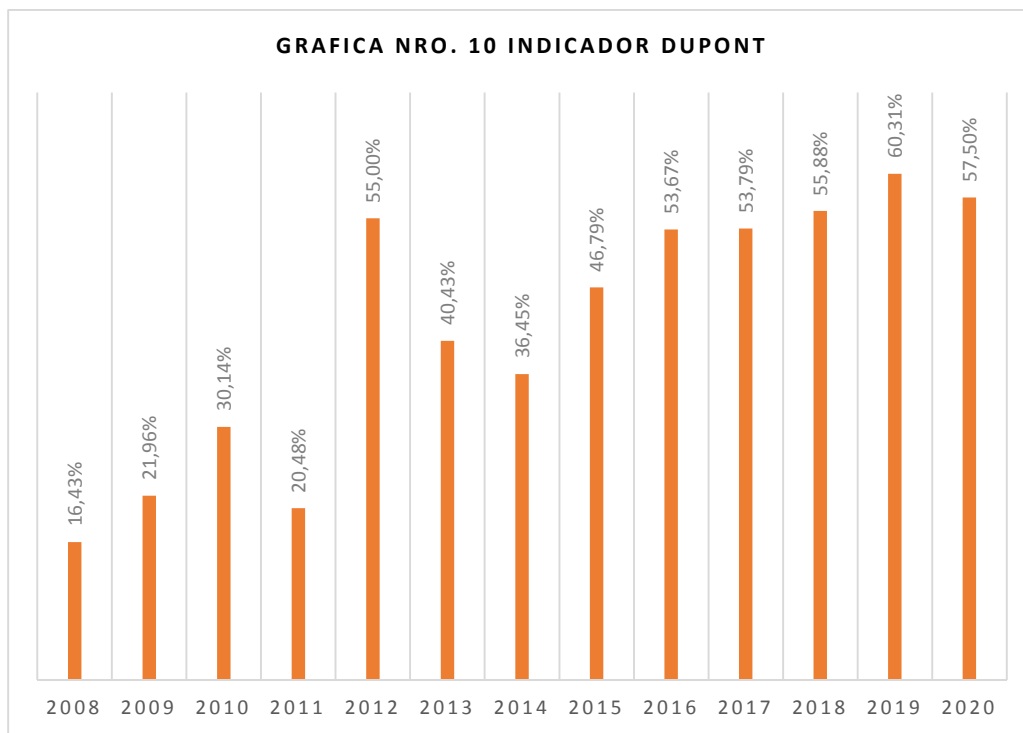
Por cada peso que la empresa debe a corto plazo, cuenta con 0.98 pesos en el año 2014 y para el año 2020 cuenta con 0.84 pesos, para respaldar la deuda. Actualmente la empresa se encuentra en un proceso de inversión apertura de nuevos puntos de venta, posicionamiento de marca, y productos propios, para esto, debe reducir su capacidad de liquidez con el fin de realizar la estrategia de expansión.

Indicador DUPONT

El sector de venta minorista maneja bajos márgenes, por lo que hacer un uso eficiente de los recursos es necesario para mantener la rentabilidad. El cálculo del índice Dupont tiene en cuenta los márgenes, la rotación del capital y el apalancamiento. Al manejarse bajos márgenes, la rotación del capital debe rotar rápidamente, y el costo del capital debe ser bajo para generar eficiencias.

En la gráfica Nro. 10 se observa que durante los años 2012 y 2013, Supermercados EURO ha tenido unos altos márgenes, esto debido a la eficiencia en la gestión del capital de trabajo. En las proyecciones a partir del año 2014, se espera la empresa pueda mantener estas eficiencias, a pesar del alto crecimiento proyectado para la empresa.

Gráfico No 10. Indicador DUPONT



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

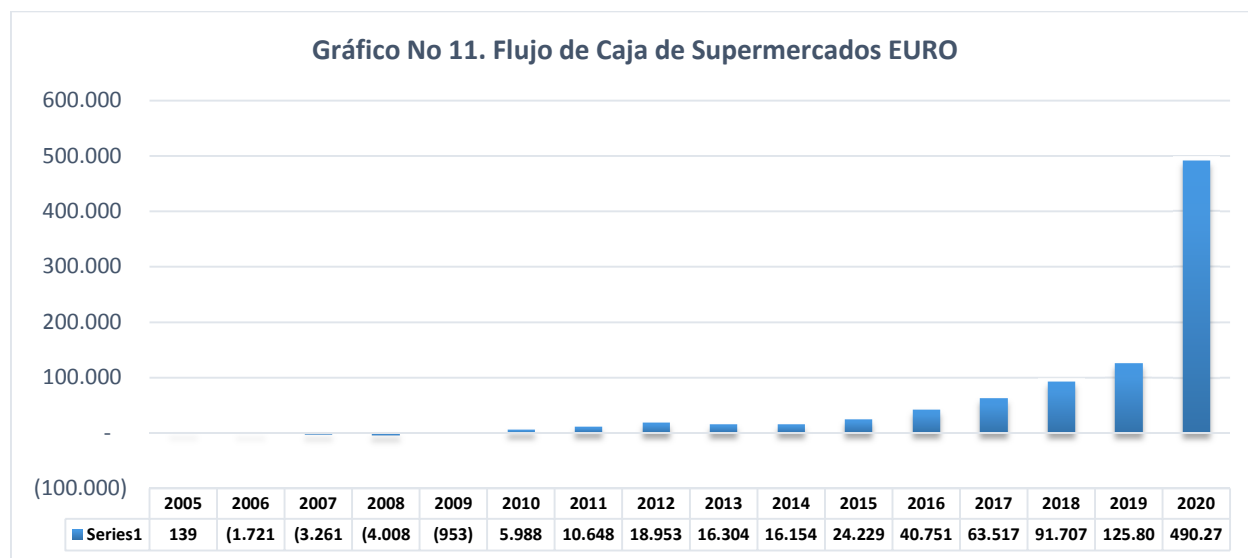
VALORACIÓN

Con el fin de conocer el valor de la empresa, se definió valorar a Supermercados EURO con el método de valoración del FCLD y por múltiplos. Al final se realizó una simulación Monte Carlo, con el fin de establecer cuál es el nivel de sensibilidad del modelo ante cambio en ciertas variables. .

Método de valoración FCLD a través del CAPM

A continuación se presenta el flujo de caja de supermercados EURO para los años 2005 al 2013 y la proyección de los años 2014 al 2020, deflactadas al año 2013. Encontramos que en los años 2006 al 2008 la empresa tuvo déficit de caja, la cual fue cubierta por los accionistas. Esta inversión tuvo una destinación de apertura de nuevos puntos de venta y la financiación de las estrategias de posicionamiento. El flujo de caja acumulado siempre es positivo a partir del año 2010, mostrando que habrá un flujo positivo para inversión. En la gráfica se presenta el comportamiento acumulado de los flujos de caja.

Gráfico No 11. Flujo de caja de supermercados EURO.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

A partir de los resultados del flujo de caja deflactado, se realizaron las respectivas valoraciones que se presentan a continuación.

A partir de la siguiente fórmula se realizan los cálculos.

Formula No 3. Formula del WACC

$$WACC = Ke * (E/(D+E)) + Kd * (D/(D+E))$$

Donde:

Ke = costo del capital propio

Kd = costo del capital de terceros

E = precio de mercado de las acciones de la empresa

D = valor de la deuda

Se adjunta la tabla con los resultados obtenidos para el WACC.

En la tabla, se presenta el cálculo del WACC calculado para cada uno de los años proyectados, incluyendo el año 2013.

Tabla Nro. 4. Calculo del WACC

WACC	2013	2014 p	2015 p	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p
Obligaciones financieras	29.403	32.474	36.023	40.261	43.823	47.984	53.941	58.652
Patrimonio	23.092	33.465	39.033	48.381	62.370	76.219	92.981	117.408
%D	56,0%	49,2%	48,0%	45,4%	41,3%	38,6%	36,7%	33,3%
%E	44,0%	50,8%	52,0%	54,6%	58,7%	61,4%	63,3%	66,7%
Relación deuda / patrimonio	127,3%	97,0%	92,3%	83,2%	70,3%	63,0%	58,0%	50,0%
Kd	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Ke en COP	14,97%	13,66%	13,46%	13,06%	12,50%	12,19%	11,97%	11,63%
Ke en USD	17,61%	16,27%	16,06%	15,66%	15,09%	14,77%	14,55%	14,19%
rf	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Beta des apalancado	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Beta apalancado	1,99	1,77	1,74	1,67	1,58	1,53	1,49	1,44
Prima de tamaño	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%
Prima de mercado (Rm - rf)	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Riesgo país	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%
Impuesto	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Inflación Colombia LP	1,94%	3,10%	3,45%	3,63%	3,48%	3,33%	3,19%	3,00%
Inflación EE.UU. LP	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%
Devaluación esperada	-0,35%	0,78%	1,12%	1,30%	1,15%	1,01%	0,87%	0,68%
WACC	12,30%	11,96%	11,89%	11,76%	11,55%	11,42%	11,32%	11,15%

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro, Algunos datos fueron obtenidos de Investigaciones Bancolombia.

Se tomó el costo del capital del año 2013, el cual tiene un valor de 12.30%, por lo que la valoración entrega los siguientes resultados.

Tabla Nro. 5. Valor FCLD con CAPM

Tabla resumen	Valor	Límite inferior	Límite Superior
		5%	-5%
Valor FCLD con CAPM	231,035	219,483	242,586

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro.

El valor reportado por la valoración es de 122.748 millones de pesos, pero se le dio un rango del 5% con el fin de obtener un intervalo, donde se concentre el posible valor de la empresa. El límite inferior es de 116.610 millones y el límite superior es de 128.885 millones de pesos.

VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS EBITDA

Para el ejercicio por múltiplos se eligió al grupo ÉXITO como el referente local. Su capitalización bursátil es de 448.24 millones de acciones emitidas, cuyo valor el 31 de diciembre de 2013 se encontraba en \$38,000 pesos/Acción. El EBITDA para el mismo año fue de \$932 mil millones de pesos, lo que arroja que el valor del Grupo ÉXITO es de 14.81 veces EBITDA.

Si multiplicamos el valor del EBITDA de Supermercados EURO, por las veces EBITDA que tiene el ÉXITO, encontramos que el valor del Supermercado es de 229 mil millones de pesos. En el cuadro se presentan los resultados de la valoración utilizando como Múltiplo a Almacenes ÉXITO.

Tabla Nro. 6. Valor Éxito

Tabla resumen	Valor	Límite inferior	Límite Superior
		5%	-5%
Valoración por Múltiplos EBITDA	229.468	217.995	240.942

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

SIMULACIÓN MONTE CARLO

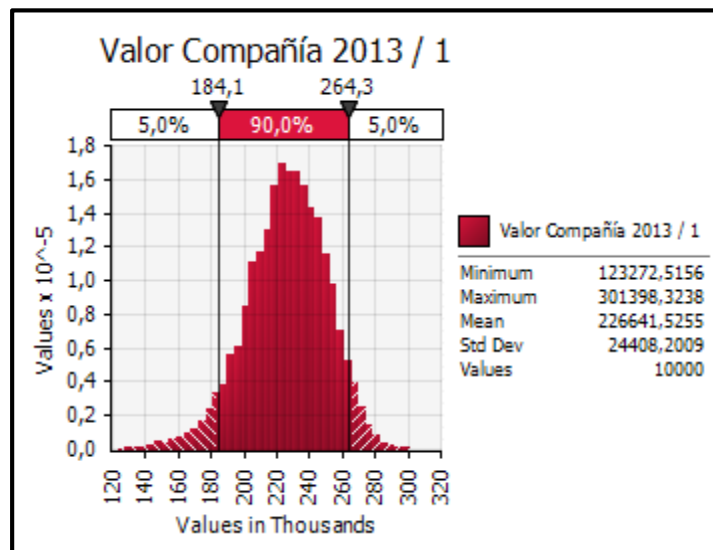
Para realizar la valoración Monte Carlo se dio un rango de 10% de variación para cada una de las siguientes variables a partir del año 2014, las cuales poseen mayor nivel de incertidumbre desde la dirección de la empresa:

- Apertura de tiendas desde el año 2014 al 2020
- M2 de superficie, que están directamente relacionados con la apertura de tiendas.
- Ventas promedio por M2
- Costo de la mercancía vendida con respecto a las ventas.

Se realizó un proceso de simulación y se encontró que la media se encuentra en 226.641 millones de pesos. Pero se observa que la campana de gauss no sigue una distribución normal, por lo que se tomará el valor de la moda como una medida que ayuda a explicar mejor el valor de la empresa.

Además se encontró que se tiene una desviación estándar de 24.408 millones de pesos con un nivel de confianza de $\alpha = 10\%$. Teniendo un 90% de seguridad de que el valor de la empresa se encuentre entre 123.272 y 301.398 millones de pesos.

Grafico No 12. Valor de la compañía 2014



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

El valor de la media generado por la simulación fue de 224.589 millones de pesos, con un intervalo del 5% a la media, se obtiene un límite inferior de 213.360 millones y el límite superior es de 235.818 millones de pesos.

Tabla No 6. Resumen estadísticos del valor de la compañía para el año 2014

Summary Statistics for Valor Compañía 2013 / 1			
Statistics		Percentile	
Minimum		5%	
	123.273		184.126
Maximum		10%	
	301.398		195.101
Mean		15%	
	226.642		202.229
Std Dev		20%	
	24.408		206.923
Variance		25%	
	595760272,3		211.346
Skewness		30%	
	-0,386327273		215.207
Kurtosis		35%	
	3,383801641		218.757
Median		40%	
	227.807		221.888
Mode		45%	
	224.589		224.831
Left X		50%	
	184.126		227.807
Left P		55%	
	5%		230.742
Right X		60%	
	264.319		233.831
Right P		65%	
	95%		237.050
Diff X		70%	
	80.193		240.408
Diff P		75%	
	90%		243.701
#Errors		80%	
	0		247.273
Filter Min		85%	
	Off		251.574
Filter Max		90%	
	Off		256.491
#Filtered		95%	
	0		264.319

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

Tabla Nro. 7. Valoración Simulación Montecarlo

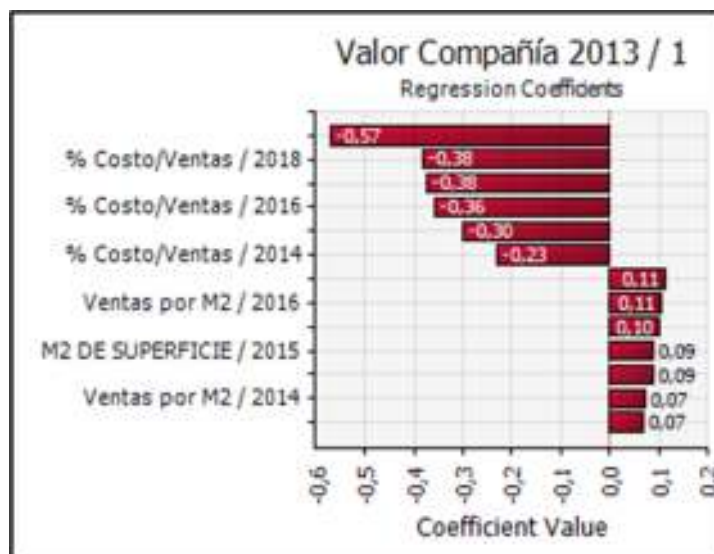
	Valor	Limite inferior 5%	Limite Superior -5%
Tabla resumen Simulación Monte Carlo (Media)	224.589	213.360	235.818

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

Se analizó de la regresión realizada para cada una de las variables, y se encontró que las variables que inciden en mayor medida el valor de la empresa, es el costo de la mercancía vendida, donde el margen bruto es bastante importante mantenerlo.

En orden de importancia se tiene Costo de la mercancía vendida, ventas por M2 y el crecimiento de los M2 de superficie de ventas.

Grafico No 13. Valor de la compañía 2014.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

VALORACION ENTERPRICE VALUE AT EBITDA

Igual que para la valoración por múltiplos EV/EBITDA se eligió al Grupo ÉXITO como el referente local. Según el reporte del 30 de julio de 2014, el EV/EBITDA para el Grupo ÉXITO es 10.41, proyectado para el año 2014. En el siguiente cuadro se presenta las cuentas proyectadas para Supermercados EURO para el año 2014.

Tabla Nro. 8. Valoración EV/EBITDA

Valoración por Múltiplos Enterprice Value At EBITDA	
EV/EBITDA ÉXITO 2014P	10,41
EBITDA 2014P S. EURO	25.001.053.699,88
DEUDA S. EURO	\$ 16.345.707.997,72
DISPONIBLE S. EURO	\$ 2.185.000.000,00
VALORACION S. EURO	\$ 274.421.677.013,42

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

El resultado de la valoración es de 274 mil millones de pesos, con un intervalo del 5% a la media, se obtiene un límite inferior de 260.701 millones y el límite superior es de 288.143 millones de pesos.

Tabla Nro. 9. Valoración EV/EBITDA

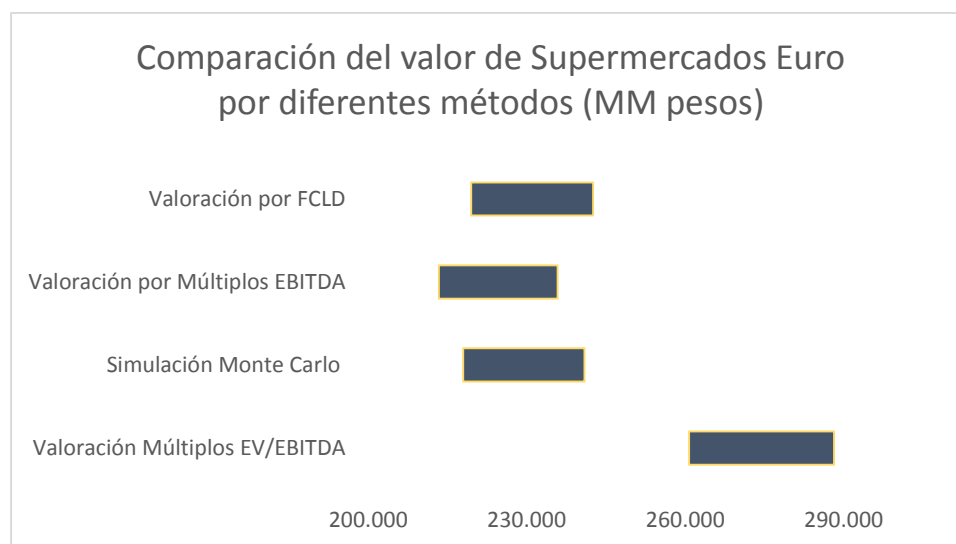
Tabla resumen	Valor	Limite inferior 5%	Limite Superior -5%
Valoración Multiplos EV/EBITDA	274.422	260.701	288.143

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

COMPARACIÓN VALORACIONES

Con el fin de obtener un rango de negociación sobre el valor de Supermercados EURO, se sobrepusieron los intervalos de las valoraciones de FCLD, valoración por Múltiplos EBITDA y la simulación Monte Carlo. El límite inferior es de 219.483 millones y el límite superior es de 235.818 millones de pesos. Para la valoración por múltiplos EV/EBITDA se aleja un 5% por encima de los rangos de las demás valoraciones, debido a que se afecta por las expectativas que se tienen sobre el Grupo ÉXITO en la bolsa de valores. En la gráfica No 14 se presentan los intervalos de cada valoración.

Gráfico No 14. Comparación de valorizaciones.



Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

Tabla Nro. 10. *Limites por valoración FCLD, Múltiplos de EBITDA, Valoración por Múltiplos EV/EBITDA y Simulación Monte Carlo*

Tabla resumen	Valor	Limite inferior 5%	Limite Superior -5%
Valoración por FCLD	231.035	219.483	242.586
Valoración por Múltiplos EBITDA	229.468	217.995	240.942
Simulación Monte Carlo	224.589	213.360	235.818
Valoración Múltiplos EV/EBITDA	274.422	260.701	288.143

Fuente: Equipo de Valoración con Información de Supermercados Euro

CONCLUSIONES

- A pesar de que el entorno competitivo de Supermercados EURO, las directivas han tomado la decisión de capturar una participación de mercado que les permita ser relevantes en este sector, por lo cual exige lograr un posicionamiento mediante la marca, desarrollar las entregas en domicilios, marcas propias, puntos EURO, tarjeta de crédito EURO, apertura de nuevas tiendas y nuevos servicios. Todas estas estrategias van a requerir de una financiación, y la actual gerencia cuenta con el apoyo de los accionistas para financiar la estrategia.
- El crecimiento del sector minorista en Colombia es del 6.8% anual para el año 2013. Se observó que existe cuando las tiendas no generan estrategias de ventas, que les permita un posicionamiento en el mercado, los puntos de venta empiezan a tener caídas en sus ventas, luego obtener el máximo de ventas, por el desarrollo de la zona. Esto obliga a los Supermercados a mantener constante estrategias de posicionamiento de marca, con el fin de mantenerse vigentes en el mercado.
- Luego de aplicar diferentes métodos de valoración, el valor de la empresa se puede encontrar en la intersección de las tres valoraciones. el límite inferior de 219.483 millones y el límite superior es de 235.818 millones de pesos, rango de negociación obtenido a partir del Método CAPM y por múltiplos, además de la simulación Monte Carlo.
- Uno de los puntos diferenciadores del Supermercado EURO, ha sido el posicionamiento que ha obtenido en los estratos 4, 5 y 6, debido a la calidad de los alimentos y el servicio otorgado a los clientes. Esto le permiten mantener los márgenes operativos altos con los cuales puede mantener su estrategia competitiva. Se observa con preocupación que por oportunidad de mercado, Supermercados BIG, se adquirido e implementado en el portafolio de almacenes, ya que este tipo de almacenes juegas a una estrategia de excelencia operativa que iría en contravía de la propuesta de valor.
- La simulación Monte Carlo muestra la importancia de tener altos márgenes operativos para Supermercados EURO. La reinversión del Flujo de Caja Libre permitirá financiar su crecimiento por medio de nuevas tiendas, y desarrollar estrategias de posicionamiento, que lo convierta en un actor significativo en el sector de ventas minoristas y al detal en el escenario nacional.

BIBLIOGRAFÍA

- America Retail. (24 de 06 de 2013). America-Retail. Página de Internet. Obtenido de <http://america-retail.com/industria-y-mercado/se-incrementa-la-competencia-del-retail-en-el-valle-de-aburra>.
- Arce Urriza, M. Cebollada Calvo, J., (2011), “Un estudio teórico del potencial de Internet como canal de compra”. *Revista ESIC Market*, No. 135, Pp. 181-214.
- Ansoff, H.I., Declerck, R.P. and Hayes, R.L. (eds).1976. From Strategic Planning to Strategic Management. London: John Wiley & Sons.
- Baca, P. *Evaluación de Proyectos*. (2001). México: McGraw Hill.
- Berk, J.; DeMarzo, P. (2008). *Finanzas corporativas*. México: Pearson Educacion.
- Betancur, Fernando Jaramillo (2010). *Valoración de empresas*. Bogotá: Ecoe ediciones.
- Boyle, Phelim P. (1977). Options: A Monte Carlo Approach. *Journal of Financial Economics*, 4, 323-338.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. (9ª Ed.). México: McGraw Hill.
- Brynjolfsson, E.; Smith, M., (2000), “Frictionless Commerce? A Comparisson of Internet and Conventional Retailers”, *Management Science*, 46, pp. 563-585.
- Celestino, A. y Borja, A. (2005): “Internet como canal de distribución adicional en el sector de la distribución alimentaria. Estado de la Cuestion”. *Anales de Economía Aplicada* 2005. XIX Reunión Anual Asepelt-España (CDROM): Badajoz.
- Ciro, J. E. (14 de 01 de 2014). Éxito se la juega por el comercio electrónico e incluye en su estrategia al portal Cdiscount. La Republica. Obtenido de <http://www.larepublica.co/empresas/%C3%A9xito-se-la-juega-por-el-comercio-electr%C3%B3nico-e-incluye-en-su-estrategia-al-portal>

- CNN. (6 de 01 de 2014). Walmart va a la conquista del e-commerce. CNN. Obtenido de http://www.andi.com.co/pages/proyectos_paginas/contenido.aspx?pro_id=1765&IdConsec=8931&clase=9&Id=46&Tipo=2#not10
- Coloma, F. J.P. Montero and J. Tarzijan (2007), “Análisis Económico Fusión D&S y Falabella”, report prepared for D&S and Falabella.
- Copeland, T. Koller, T. Murrin, J. (2000). *Valoración. Medición y Gestión del Valor*. McKinsey&Companies. Estados Unidos: John Wiley and Sons
- Cox. J.C. and S.A. Ross (1976). The valuation of options for alternative stochastic processes, *Journal of Financial Economics, Vol. 3*, 145-166.
- Crespo, A.; Del Bosque, I.; Ruiz., (2009): “Tarjetas de fidelización en el comercio minorista. Una herramienta de marketing relacional”. *Distribución y Consumo*, 105, pp. 50-63. Madrid: MERCASA.
- Cuesta Valiño, P. Penelas Leguía, A. (2006). Estrategias de crecimiento de las empresas de distribución comercial de productos de gran consumo. EUMED university. Tesis doctoral accesible a texto completo en <http://www.eumed.net/tesis/2006/pcv/>
- Dawson, J.A and Burt, S. (1998): “Evolución de Comercio Minorista en Europa”. *Revista Distribución y Consumo*, Nro. 43.
- Dick R. Wittink and Philippe Cattin(1981). Alternative Estimation Methods for Conjoint Analysis: A Monté Carlo Stud. *Journal of Marketing Research*. Vol. 18, No. 1 (Feb., 1981), pp. 101-106
- El Tiempo. (05 de 04 de 2014). “La tienda que les hace sombra a los supermercados”. Obtenido de http://www.eltiempo.com/economia/ARTICULO-WEB-NEW_NOTA_INTERIOR-13787039.html

Elnathan, D. (2009). On the Added Value of Firm Valuation by Financial Experts. *International Journal of Business and Management*. Obtenido de: journal.ccsenet.org/index.php [2012, 30 de Junio]

EURO, I. (14 de 06 de 2013). <http://www.portafolio.co/empresassectores/empresas/home/empresa.php?ide=389501>
7. Obtenido de Portafolio.

Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas*. Barcelona: Ediciones Gestión.

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Obtenido de: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf> [2012, 30 de Junio]

Fernández, P. (2005). *Valoración de Empresas. Como medir y gestionar la Creación de Valor*. España: Gestión 2000.com

Fernández, P. (2008). *Valoración de empresas por descuento de flujos, 10 métodos 7 teorías*. España: IESE Business School

Fishman, G.S..1973, Concepts and methods in discrete event simulation (Wiley, New York).

Gallo, C. G. (22 de 01 de 2014). Cencosud y Ripley están rezagadas en su entrada al comercio electrónico. *La Republica*. Obtenido de: http://www.larepublica.co/empresas/cencosud-y-ripley-est%3%A1n-rezagadas-en-su-entrada-al-comercio-electr%3%B3nico_103006

García, O. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Medellín: Prensa Moderna Impresores.

García Estévez, P. (2012). Análisis de las inversiones. Obtenido en: <http://www.pablogarciaestevez.com/CF8%20Analisis%20de%20inversiones.pdf>

Green P E & Rao V R. Conjoint measurement for quantifying judgmental data. *Journal of Marketing Research*. 8 (Agosto), 355-363.

- Green, P E & Srinivasan, V. Srinivasan (1990), "Conjoint Analysis in Marketing: New Developments with Applications for Research and Practice". *Journal of Marketing, Octubre*, 3–19.
- González, B, y González, B, J. (2000-2001): Estrategias de Cobertura Espacial del Mercado Español de las Cadenas Líderes de Hipermercados, Información Comercial Española, Revista de Economía, Nº 789, 139-151.
- Gosh, A. (1990). Study Guide to Accompany: Retail Management, Chicago: Dryden Press series in marketing.
- Grande, Esteban I.; Abascal Fernández, E. (2009). *Fundamentos y técnicas de investigación comercial* (11a Ed.). Madrid: ESIC Editorial.
- Guiltinan, Joseph P.; Paul, Gordon W. (1994). *Administración de Marketing: Estrategias y Programas* (5a Ed.). Bogotá: McGraw-Hill.
- Hoch, Stephen J. and Shumeet Banerji (1993). "When Do Private Labels Succeed?" *Sloan Management Review*, No. 34, 4(Summer). 57–67.
- Joseph P, Guiltinan y Gordon W. Paul. *Administración de marketing*, (5ª Ed.). Mc Graw-Hill.
- Kotler, Philip; (2000): Dirección de Marketing, Edición del Milenio (10ª edición), Prentice Hall, Madrid.
- Labatut, G (2005). *El valor de las empresas: métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos)*. Universidad de Valencia. Obtenido de: <https://www.u-cursos.cl> [2012, 30 de Junio]
- Leal., M, Chirinos, Y. (2003). Estrategias de crecimiento empresarial aplicadas por hipermercados. *Revista Venezolana de Gerencia*, vol. 8, núm. 24, octubre-diciembre, 2003, pp. 607-621, Universidad del Zulia.

- Martínez, R.; Montero, Y.; Pedrosa M. (2008). Docentes, Estudiantes e Internet: Autoeficacia, actitudes y actividades. *Revista Iberoamericana de Educación*, 46(9), 1-12.
- Mascareñas, J. (2005). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid. McGraw Hill. 2005.
- Meyer, M. A.. ed., 1956, Symposium on Monte Carlo methods (Wiley, New York).
- Mintzberg H., Ahlstrand B, and Lampel J. 1998. Strategy Safari. A guided tour through the wilds of strategic management. THE FREE PRESS A Division of Simon & Schuster Inc. 1230 Avenue of the Americas New York, NY 10020. Library of Congress Cataloging-in-Publication Data.
- Miquel Peris, Salvador; Parra Guerrero, Francisca; L'hermie, Christian y Miquel Romero, M^a José; Miquel Peris, S. (1996). Distribución Comercial. Madrid: ESIC Editorial.
- Morantes, M. y Chirinos, C. (2003). Estrategias de crecimiento empresarial. *Revista Venezolana de Gerencia*. Año 8, No. 24, 607-621.
- Morganosky, M., Cude. B., (2002) "Consumer demand for online food retailing: is it really a supply side issue?". *International Journal of Retail & Distribution Management*, Vol. 30, pp.451 – 458.
- Paul E. Green and V. Srinivasan. Conjoint Analysis in Marketing: New Developments with Implications for Research and Practice. *Journal of Marketing*. Vol. 54, No. 4 (Oct., 1990), pp. 3-19
- Pérez Ramírez, B.; Carrillo Benito, E. (2000). *Desarrollo local. Manual de uso*. Madrid: ESIC.
- Portafolio. (14 de 06 de 2013). “Euro, Inversiones”. Obtenido de: <http://www.portafolio.co/empresassectores/empresas/home/empresa.php?ide=389501>

- Porter M., (2000). *Estrategia Competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. Compañía Editorial Continental.
- Puelles, J.A.; Fernandez De Larrea, P. y Albert, R. (1997): "Marcas de distribuidor: especial referencia al precio", *Distribución y Consumo*, nº 33, Abril/Mayo. Pp. 112-129.
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. *Principios de finanzas corporativas*. Novena Edición. McGraw Hill. 2010
- Rojo Ramírez, A. (1995). *Valoración de empresas y partes de empresas*. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas España. Madrid: 2005.
- Sharma A., Stafford T., "Effect of retail store environment on retailer performance". *J Bus Res* 2000; 49 (2):167–81
- Santesmases, M. (1999) "Marketing. Conceptos y Estrategias". Ed. Pirámide. Business & Economics - 1087 pp.
- Serrano, J. (2000). *Consideraciones críticas en valoración de empresas*. Revista Latinoamericana de Administración. Universidad de los Andes. Recuperado de: <http://revistaacademia.uniandes.edu.co/index.php/Cladea/article/viewFile/163/168> [2012, 30 de Junio]
- Shreidcr, Y.A.. cd., IY66. *The Monte Carlo method*, Engl. transl. (PergamonPress, New York).
- Stanton, William, *Fundamentos de Marketing*, McGraw Hill, México, 1995.
- Superintendencia de Sociedades. (02 de 12 de 2005). Decreto 220-069200 del 02 de diciembre de 2005: Autor. Obtenido de: http://www.supersociedades.gov.co/ss/drvisapi.dll?MIval=muestra&id_pag=22559&t=1

Velez-Pareja, I. (2002). *Decisiones de inversión* (3ª Ed.). Centro Editorial Javeriano –CEJA–
, Bogotá.