



UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

**EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS
SOBRE EL COSTO DE CAPITAL:
ESTUDIO DE UN CASO EN
COLOMBIA –ALMACENES ÉXITO
S.A. PERIODO 2006 -2010**

MARIA DEL PILAR BAEZ ROA

Universidad Nacional de Colombia

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS, MAESTRIA EN ADMINISTRACION
Bogotá, Colombia

2011

EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS SOBRE EL COSTO DE CAPITAL: ESTUDIO DE UN CASO EN COLOMBIA –ALMACENES ÉXITO S.A. PERIODO 2006 -2010

MARIA DEL PILAR BAEZ ROA

Trabajo de investigación presentado como requisito parcial para optar al título de:
Magister en Administración

Director:

Ph.D. Edison Jair Duque Oliva

Línea de Investigación: Finanzas

Universidad Nacional de Colombia
MAESTRIA EN ADMINISTRACION
Bogotá, Colombia

2011

A mis hijas Daniela y Viviana quienes son el motor de mi vida.

Agradecimientos

Agradezco a Dios y a la Virgen por haberme dado la oportunidad de obtener este logro tan importante para mi vida. A mi familia por comprender y aceptar los momentos que no compartí con ellos. A la Universidad Nacional por compartir sus conocimientos y cultura. A Edison Jair Duque Oliva Profesor Asociado de la Universidad Nacional por ser una guía y apoyo que me permitió estructurar y finalizar debidamente el presente estudio.

Resumen

El sistema tributario colombiano es complejo ya que cuenta con una diversidad de tratamientos especiales. Dada esta diversidad y desde la perspectiva de la gestión financiera, algunas reformas pueden aportar al incremento de los flujos de caja de las empresas o a disminuir su costo de capital, mediante incentivos tributarios que incrementen su valor¹. Por lo que el presente trabajo pretende mediante un estudio de caso de la empresa Almacenes Éxito S.A. período 2006-2010, conocer el efecto que tienen los impuestos en el costo de capital. Para observar el efecto de los impuestos las principales Proposiciones de Modigliani y Miller fueron tomadas como marco conceptual. Encontrándose que el efecto de los impuestos corporativos en el costo de capital de Almacenes Éxito S.A. no genera una disminución en el período de estudio, pudiendo inferir que Almacenes Éxito S.A. no tiene un significativo beneficio tributario en el costo de capital obtenido de la financiación con deuda, por lo que el incentivo para Almacenes Éxito S.A. de buscar financiación con deuda son sus decisiones de inversión.

Palabras clave: (Costo de Capital, Impuestos Corporativos, beneficio tributario).

¹ En la teoría financiera el valor de una compañía corresponde entre otros aspectos a la estimación del valor presente de sus flujos de caja descontados a una tasa de descuento que podría ser el costo de capital.

Abstract

The tributary Colombian system is complex since it possesses a diversity of special treatments. Given this diversity and from the perspective of the financial management, some reforms can support to the increase of the cash flows of the companies or to diminishing its capital cost, by means of tributary incentives that increase its value. Due to it what the present work claims by means of a study of case the company Almacenes Exito S.A. period 2006-2010, to know the effect that the taxes have in the capital cost. To observe the effect of the taxes the principal Propositions of Modigliani and Miller were taken as a conceptual frame. As a result, it could evidence that the effect of the corporate taxes in the capital cost of Almacenes Exito S.A. does not generate a decrease in the period of study, being able to infer that Almacenes Exito S.A. does not have a significant tributary benefit in the cost of the capital obtained of the financing with debt, thus the incentive for Almacenes Exito S.A. of looking financial with debt are its decisions of investment.

Keywords:(Capital cost, Corporate Taxes, tributary benefit).

In the financial theory the value of a company corresponds between other aspects to the estimation of the present value of its cash flows discounted to a discount rate that might be the capital cost.

Contenido

	Pág.
Resumen	IX
Lista de figuras.....	XIV
Lista de tablas	XV
1. GENERALIDADES DE ALMACENES ÉXITO.....	21
1.1. PERFIL DE LA COMPAÑÍA	222
1.2. HISTORIA DE ALMACENES ÉXITO S.A.	22
1.3. DEFINICION DE ESTRATEGIAS	24
1.3.1. Estrategias de Crecimiento.	24
1.3.2. Decisiones Financieras	25
2. MARCO TEORICO	29
2.1. ANÁLISIS PORCENTUAL DE CIFRAS.....	299
2.1.1. Análisis horizontal.....	29
2.2. COSTO DE CAPITAL	30
2.2.1. COSTO DE LA DEUDA	31
2.2.2. COSTO DE LOS RECURSOS PROPIOS O ACCIONARIO	32
2.3. EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS EN EL COSTO DE CAPITAL.....	366
2.3.1. Proposición I Modigliani Miller 1958 (sin impuestos corporativos).....	366
2.3.2. Proposición II Modigliani Miller (sin impuestos corporativos).....	377
2.3.3. Proposición I Modigliani y Miller 1963 (con Impuestos Corporativos)	388
2.4. TASAS IMPOSITIVAS	40
3. METODOLOGIA	422
3.1. ANALISIS	433
3.2. COSTO DE CAPITAL	443
3.2.1. Cálculo del Costo Accionario Utilizando el Modelo CAPM Ajustado.....	44
3.2.2. Cálculo del Costo Accionario Utilizando el Modelo APT	45
3.3. COSTO DE LA DEUDA.....	476
3.3.1. Costo de los Bonos.....	47
3.4. APLICACIÓN DEL EFECTO DE LOS IMPUESTOS AL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA ALMACENES ÉXITO S.A.	47
4. ANALISIS DEL EFECTO DE LOS IMPUESTOS EN EL COSTO DE CAPITAL CASO ALMACENES ÉXITO S.A.	509
4.1. ANÁLISIS HORIZONTAL	509

4.1.1. Años 2006 – 2007:	509
4.1.2. Años 2007 – 2008	50
4.1.3. Año 2008 -2009.....	50
4.1.4. Año 2009- 2010.....	51
4.2. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD.....	53
4.3. COSTO DE CAPITAL METODOLOGIA CAPM AJUSTADO	55
4.4. COSTO DE CAPITAL METODOLOGIA APT	60
4.5. COSTO DE LOS BONOS.....	61
4.6. EFECTO DE LOS IMPUESTOS CORPORATIVOS SOBRE EL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA ALMACENES ÉXITO S.A.	63
4.6.1.Cálculo de las Tasas Impositivas	63
4.6.2.Aplicación de los impuestos al costo accionario y costo de capital.	67
5. CONCLUSIONES.....	709
A. Anexo: Ejemplo Proposición I Modigliani y Miller 1963.....	79
B. Anexo: Derivación de formulas.....	81
C. Anexo: Oferta de Bonos Ordinarios 2006.....	82
D. Anexo: Emisión de Acciones 2007.....	83
E. Anexo: Análisis Horizontal y Estados Financieros Almacenes Éxito S.A: 2006 – 2007.....	85
F. Anexo: Análisis Horizontal 2007 - 2008.....	97
G. Anexo: Ley 1111 de 2006.....	102
H. Anexo: Leasing	103
I. Anexo: Análisis Horizontal 2008 -2009.....	104
J. Anexo: Análisis Horizontal 2009-2010.....	109
K. Anexo: Estimativos del costo del patrimonio la tasa libre de riesgo y el coeficiente significativo resultante del modelo APT.....	114
L. Anexo: Conciliación entre la utilidad contable y larenta gravable para efectos fisales y el movimiento de Impuesto diferido años 2005 y 2006...	115
M. Anexo: Conciliación entre la utilidad contable y larenta gravable para efectos fisales y el movimiento de Impuesto diferido años 2006 y 2007...	117

N. Anexo: Conciliación entre la utilidad contable y larenta gravable para efectos fisales y el movimiento de Impuesto diferido años 2008 y 2009...	119
O. Anexo: Conciliación entre la utilidad contable y larenta gravable para efectos fisales y el movimiento de Impuesto diferido años 2009 y 2010.....	120
Bibliografía.....	75

Lista de figuras

	Pág.
Figura 4-1: Índice de Rentabilidad Almacenes Exito S.A.....	39

Lista de tablas

	Pág.
Tabla 4-1: Índice de rentabilidad ROE y ROA Almacenes ÉxitoS.A.....	54
Tabla 4-2: Estimación Beta año 2006.....	40
Tabla 4-3: Estimación Beta año 2007.....	41
Tabla 4-4: Estimación Beta año 2008.....	42
Tabla 4-5: Estimación Beta año 2009.....	42
Tabla 4-6: Estimación Beta año 2010.....	43
Tabla 4-7: Costo de Capital Metodología CAPM.....	44
Tabla 4-8: Estimación coeficientes de riesgo.....	45
Tabla 4-9: Resultados de la Estimación de las Primas de Riesgo Modelo APT.....	46
Tabla 4-10: Costo de los bonos Almacenes Éxito S.A.....	46
Tabla 4-11: Cálculo de las Tasas efectivas y marginales.....	48
Tabla 4-12: Resumen Tasas Impositivas.....	49
Tabla 4-13: Costo de capital con impuestos nominales.....	51
Tabla 4-14: Costo de capital con impuestos efectivos.....	53

Introducción

El sistema tributario colombiano es complejo ya que cuenta con una diversidad de tratamientos especiales entre los que se encuentran exenciones, descuentos, deducciones, tarifas diferenciales y continuas reformas. Dada esta diversidad y desde la perspectiva de la gestión financiera, algunas reformas pueden aportar al incremento de los flujos de caja de las empresas o a disminuir su costo de capital, mediante incentivos tributarios que incrementen su valor². También pueden fomentar el desarrollo económico del sector productivo del país, bajo la filosofía por la cual se crea dicha reforma, pero también, se han dado reformas que han afectado negativamente a los flujos de caja y al costo de capital de las empresas como por ejemplo el impuesto a las transacciones financieras que en su momento afectó el crecimiento de los créditos ofrecidos por el sistema financiero, ya que las dos terceras partes la pagaban los usuarios; la sobre-tasa del 10% en el impuesto de renta (2002-2006) lo que hizo que éste ascendiera al 38,5%.

Desde la perspectiva del estado también se puede hacer un análisis pues él ha visto afectado sus flujos de caja, cuando al colocar altas cargas impositivas o buscando bajarlas a través de múltiples exenciones, estas pueden en últimas aumentar el déficit de la nación por lo cual debe recurrir a inversiones de deuda pública para suplir su déficit.

²En la teoría financiera el valor de una compañía corresponde entre otros aspectos a la estimación del valor presente de sus flujos de caja descontados a una tasa de descuento que podría ser el costo de capital.

El tema tributario ligado a la gestión financiera reviste una importancia tacita, pero también se explicita cuando de los objetivos de la gestión financiera se habla, en concreto el de maximizar la rentabilidad para los dueños del capital.

Actualmente en Colombia se cuenta con deducciones tales como: amortización de inversiones relacionadas con la operación del negocio o gastos preliminares de instalación u organización. Deducciones por depreciación de acuerdo a la vida útil del activo entre otras.

Dado que los impuestos son un determinante del costo de capital, el primer interrogante sería ¿Cuál es el efecto de los impuestos corporativos en el costo de capital? Esta inquietud ha sido tratada por la teoría y existen ya modelos teóricos a través de los cuales se ha analizado el fenómeno, pero concretamente este estudio busca conocer cuál es el efecto de los impuestos corporativos en el costo de capital del caso Almacenes Éxito S.A. período 2006 – 2010. Se ha tomado la empresa Almacenes Éxito S.A. por ser la empresa más grande y con mayor participación en el mercado del sector comercio al por menor en Colombia. Además que cuenta con alrededor del 12% del PIB colombiano, y genera el 25.6% del empleo total, lo que nos indica que tiene una participación importante en la economía del país.

El estudio del costo de capital como costo de las fuentes de financiación que la empresa necesita para su operación, es fundamental ya que de él dependen las decisiones de inversión en capital físico productivo. De igual manera el costo de capital nos permite establecer si un proyecto de inversión genera valor a la firma o si lo destruye, pues este costo es la tasa mínima requerida sobre un proyecto de inversión. Por otro lado permite determinar cómo será financiado el proyecto en términos de deuda y/o capital y sus implicaciones (las fuentes de financiación tienen diferentes tipos de riesgo así: los accionistas comprometen su capital y en caso de una quiebra son los últimos en la lista en recuperar su capital,

mientras que los acreedores tienen una menor probabilidad de perder su dinero). Dada la complejidad de las decisiones financieras y el ambiente de incertidumbre que se vive, el costo de capital de la firma es una tasa de referencia que mide el riesgo de mercado de las posibles oportunidades para financiar las inversiones de las empresas y una herramienta para asignar los recursos de una manera más eficiente (Costo de oportunidad de los financiadores). Por todo esto la relevancia de su estudio es grande, pero también dada su complejidad sería muy difícil poder hacer un análisis macro y por tanto se estableció una compañía representativa para este estudio.

El objetivo del presente estudio es analizar el efecto de los impuestos corporativos en el costo de capital en el caso Almacenes Éxito S.A. período 2006 -2010. Para el desarrollo de este análisis es necesario conocer un poco más a profundidad algunos aspectos del caso Almacenes Éxito S.A. a saber: un análisis de sus estados financieros que permita visualizar la generalidad del caso; caracterizar la metodología del Modelo CAPM ajustado y el Modelo APT utilizada para el cálculo del costo del patrimonio para establecer el marco conceptual en el que se circunscribe el estudio; establecer la metodología a aplicar en el análisis del efecto de los impuestos en el costo de capital; determinar el costo de capital a partir de las metodologías CAPM ajustado y APT utilizadas en el cálculo del costo del patrimonio; y finalmente analizar y concluir cual ha sido el efecto de los impuestos en el costo de capital del caso Almacenes Éxito S.A.

Para el desarrollo del presente estudio, en primer lugar se hizo un seguimiento a la estrategia y planteamientos financieros al caso Almacenes Éxito S.A. , para lo cual fue necesario recopilar información de su historia, estados financieros en la Superintendencia de Sociedades, investigaciones económicas realizadas por la sociedad comisionista de bolsa Interbolsa, para luego realizar un análisis financiero que nos permitió tener una visión global de la situación de la empresa

Almacenes Éxito S.A. en segundo lugar determinamos el costo accionario para Almacenes Éxito S.A., en determinados casos, cuando la información no se pudo obtener o cuando los betas no dieron significativos, se utilizó el método de la Beta apalancada en el Modelo CAPM ajustado usando información de economías con mercados desarrollados como la de Estados Unidos y el método de estimación de los coeficientes de riesgo y de las primas de riesgo en el Modelo APT. En tercer lugar se determina el costo de la deuda y de los bonos de Almacenes Éxito S.A. para así con base en los datos del balance de la empresa calcular el costo de capital y comparar las variaciones en las dos metodologías, finalmente aplicar el efecto de los impuestos corporativos sobre el costo de capital accionario y costo de capital para así poder concluir.

1.GENERALIDADES DE ALMACENES ÉXITO

El sector comercio al por menor representa alrededor del 12% del PIB colombiano, y genera el 25.6% del empleo total, lo que nos indica que tiene una participación importante en la economía del país. Así mismo, el comercio es uno de los sectores que requiere mayor mano de obra directa y que al mismo tiempo genera una alta proporción de empleo adicional a través de la mano de obra indirecta. Por otra parte el sector comercio ha presentado una tendencia alcista en el número de trabajadores contratados, debido al incremento de aperturas de almacenes, al igual que por la llegada de competidores extranjeros al país.

Por lo anterior quisimos estudiar una empresa perteneciente a este sector ya que desempeña un papel fundamental en el crecimiento económico del país y en la generación de empleo como lo es Almacenes Éxito S.A.³ A continuación presentamos algunas generalidades y aspectos importantes de su gestión estratégica y financiera.

La sociedad Almacenes Éxito S.A., pertenece al sector comercio al por menor, en establecimientos no especializados, con surtido compuesto principalmente de alimentos (víveres en general) con código CIIU G5211. La compañía matriz, fue constituida, de acuerdo con las leyes colombianas, el 24 de marzo de 1950. Su objeto social consiste en la adquisición, almacenamiento, transformación, y en general, la distribución y venta bajo cualquier modalidad comercial incluyendo la financiación de la misma, de toda clase de mercancías y productos nacionales o extranjeros, al por mayor y al detal. Su domicilio principal se encuentra en el municipio de Envigado, Colombia, carrera 48 N° 32B Sur – 139. El término de duración de la sociedad expira el 31 de diciembre del año 2050. En mayo del año

³ El alcance del presente estudio se refiere a la empresa Almacenes Éxito S.A. y no al Grupo Éxito.

2007 el grupo Casino de Francia adquirió el control de la matriz y sus filiales, a 31 de diciembre de 2010 tenía una participación del 53.89% en el capital accionario

1.1. PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Almacenes Exito S.A. opera almacenes de cadena en Colombia. La compañía comercializa bienes duraderos, no duraderos y mercancía en general. Líder en el mercado local con el 42% de participación del mercado. El comercio al detal es el principal negocio del Grupo Éxito y además, hoy desarrolla otras iniciativas que lo convierten en una empresa multinegocio y multimarca. Con 299 almacenes de las marcas Éxito, Carulla-Pomona y Surtimax, Está presente en 54 municipios del país.

1.2. HISTORIA DE ALMACENES ÉXITO S.A.

A continuación se nombraran algunos hechos importantes ocurridos en la historia de Almacenes Éxito S.A.⁴

En **1949** el Señor Gustavo Toro Quintero abre el primer Éxito en el centro de Medellín en el que se venden telas, retazos y cobijas.

En**1982** Se crea la Fundación Éxito como eje de responsabilidad social de la organización.

En **1989** Se abre el primer Éxito en Bogotá. En Barranquilla nace la Ferretería Importadora del Caribe, que en 1994 se convertiría en Home Mart.

⁴ Tomados de la página web de almacenes Éxito.
<http://www.exito.com/?gclid=CNPUgMnj06sCFY1S7AodnCTvPQ>

1994 Éxito lista su acción en las Bolsas de Valores de Medellín, Bogotá y Occidente.

1995 Éxito adquiere 10.5% de las acciones de Cativén en Venezuela.

1998 Se inician las ventas *online* con la operación de la tienda virtual www.exito.com.

1999 Casino adquiere 25% de las acciones de Almacenes Éxito y a su vez, esta compañía obtiene la mayoría accionaria de Cadenalco.

2001 Se consolida la fusión entre Almacenes Éxito y Cadenalco.

2003 Se abre el primer Éxito en Barranquilla.

2005 Se establece un *Joint Venture* con Sufinanciamiento para crear la Tarjeta Éxito como mecanismo de crédito.

2007 Almacenes Éxito adquiere Carulla Vivero. El Grupo Casino obtiene la mayoría accionaria de Almacenes Éxito. Además, Almacenes Éxito realiza una emisión internacional de acciones a través de GDS. Se crea Viajes Éxito en alianza con Avianca.

2008 Se crea Seguros Éxito en alianza con Suramericana de Seguros. El formato Bodega Surtimax abre sus puertas. Éxito inicia la operación directa de sus Estaciones de Servicio.

2009 Se firma alianza comercial entre Éxito y Cafam para fortalecer sus negocios de supermercados, hipermercados y droguerías. Se presenta solicitud de aprobación ante las autoridades. Se fortalece el formato Bodega Surtimax con la conversión de almacenes que antes eran Merquefácil y Q´Precios. Se realiza la emisión local de 30 millones de acciones ordinarias. Se adquiere la participación restante de 22.5% de la sociedad Carulla Vivero, alcanzando 99.8% de dicha compañía.

La organización complementa su portafolio con un conjunto de negocios ligados a los puntos de venta. Así, la Tarjeta Éxito, Viajes Éxito, Seguros Éxito y Estaciones

de servicio Éxito brindan más servicios y comodidades a los clientes en un solo lugar.

El Grupo Éxito aporta desde su quehacer al desarrollo de Colombia a través del cumplimiento de su responsabilidad social, enfocándose en cinco pilares: oportunidades de empleo digno, cadena de abastecimiento responsable en alianza con sus proveedores, cuidado del medioambiente y apoyo a la nutrición infantil con su Fundación Éxito, todo bajo un común denominador de ofrecer un servicio superior al cliente

1.3. DEFINICION DE ESTRATEGIAS

Las estrategias de Almacenes Éxito S.A. que ha llevado a cabo en el período de estudio son las siguientes:⁵

1.3.1. Estrategias de Crecimiento.

La llegada de la competencia internacional a finales de los años 90's con la entrada de Makro y Carrefour, hizo que la estrategia de expansión de Almacenes Éxito cambiara de estar enfocada en la región a realizar expansiones a nivel nacional aumentando su participación en el mercado y permitiendo economías de escala. Por lo que planea una estrategia de crecimiento agresivo para los próximos años y así lograr la mayor penetración posible para mantener su

⁵ La información utilizada en este ítem fue extraída de la página web de la sociedad comisionista de Bolsa y Renta.

<https://bolsayrenta.com/formas/592/20071026%2520Bolsa%2520y%2520Renta%2520-%2520Informe%2520Iniciacion%2520Almac.>

posición actual. El objetivo es incrementar la rentabilidad mientras se fortalece el liderazgo en la industria del retail en Colombia, a través de las siguientes estrategias.

- **Expansión Agresiva:** Continuar con la expansión, remodelación y conversión del área de ventas para fortalecer su posición. Además de mantener el liderazgo en el mercado nacional, abriendo en los próximos 5 años 10 Hipermercados y 5 Supermercados anuales, ubicados especialmente en ciudades intermedias.
- **Racionalización de Marcas:** Posicionar sus marcas más fuertes a través de la reconversión de formatos para incrementar las ventas por m² de sus almacenes. Una de las grandes ventajas de la adquisición de Carulla es la posibilidad de aprovechar las fortalezas de los formatos de cada una de las compañías. La marca Exito es la más fuerte en Hipermercados y Carulla es la más fuerte en Supermercados.
- **Incrementar los márgenes con la expansión de las ventas de las marcas propias.**
- **Incrementar las operaciones financieras utilizando la base de datos de clientes de Carulla.** Mediante el lanzamiento de la Tarjeta Éxito la cual es un Joint Venture 50%-50% con Sufinanciamiento, lo que les permite contar con una adecuada gestión del riesgo crediticio.

1.3.2. Decisiones Financieras

Para poder llevar a cabo las estrategias de crecimiento, Almacenes Éxito S.A. decide mejorar su posición en su estructura financiera mediante un programa de disminución de deuda y de esta forma mejorar sus indicadores, abriendo cupo

para posibles nuevas emisiones de bonos o tomas de créditos para sostener los niveles de expansión.

Almacenes éxito opera en 54 municipios de Colombia y en 21 departamentos con 299 almacenes localizados principalmente en la zona centro y Norte del país. Las operaciones de la compañía están estructuradas en dos formatos principales: los hipermercados de las marcas EXITO y Vivero y los supermercados de las marcas Carulla, Ley y POMONA. También existen otros tipos de formatos como almacenes de descuento de las marcas Merquefácil y Surtimax, el primero tiene un formato tipo minimercado de barrio y el segundo se dirige a proveedores que los utilizan como una tienda mayorista. Además cuenta con almacenes especializados en artículos para el hogar de la marca Home Mart y dos almacenes de conveniencia/descuento de las marcas Próximo (autoservicios de conveniencia) y Q'Precios (almacenes de descuento se dirigen a los consumidores de medianos y bajos ingresos).⁶

⁶ Esta información fue extraída de los informes y balances para accionistas del grupo éxito.

2. MARCO TEORICO

2.1. ANÁLISIS PORCENTUAL DE CIFRAS

Todas las cuentas contables pertenecientes a los estados financieros pueden ser cuantificadas por medio de un análisis porcentual, siendo esto de una gran utilidad ya que permite observar la composición y el peso de una cifra en relación al estado financiero Kaffury (1989). Existen dos tipos de análisis porcentual que son análisis vertical y análisis horizontal. El análisis horizontal es relevante para el caso Éxito porque nos permite observar los principales cambios que hubo año a año en el período de estudio, cómo se han venido desarrollando sus estrategias y situación financiera. Obteniendo una visión global de la compañía y una primera aproximación de la evolución de los impuestos.

2.1.1. Análisis horizontal

A diferencia del análisis vertical que se puede realizar sobre la información de un año de los estados financieros este requiere de mínimo dos años, por lo que este análisis se ocupa de los cambios absolutos o relativos, individuales de las cuentas de un período a otro, siendo este análisis más dinámico observándose los cambios a través del tiempo Anaya (2006). Para determinar la variación absoluta por cada cuenta de un estado financiero en un periodo 2 respecto a un periodo 1, se procede a determinar la diferencia del valor 2 del valor 1, la fórmula sería $P2-P1$. Para determinar la variación relativa de un periodo respecto a otro, se debe aplicar una regla de tres, para esto se divide el periodo 2 por el periodo 1, se le resta 1, y ese resultado se multiplica por 100 para convertirlo a porcentaje, quedando la fórmula de la siguiente manera: $((P2/P1)-1)*100$.

Al iniciar el análisis, lo más importante es determinar las variaciones que requieren una mayor atención y cuáles no, dependiendo del objetivo del estudio, centrándose en los cambios extraordinarios o más significativos Anaya (2008). Una vez determinadas las variaciones, se buscan las causas de esas variaciones y las posibles consecuencias derivadas de las mismas. La información aquí obtenida es de gran utilidad para realizar proyecciones y fijar nuevas metas, puesto que una vez identificadas las causas y las consecuencias del comportamiento financiero de la empresa, se debe proceder a mejorar los puntos o aspectos considerados débiles, se deben diseñar estrategias para aprovechar los puntos o aspectos fuertes, y se deben tomar medidas para prevenir las consecuencias negativas que se puedan anticipar como producto del análisis realizado a los Estados financieros.

Las principales ventajas de estos tipos de análisis según Kaffury (1989) son:

- Visión panorámica del estado financiero y de la política financiera de la empresa.
- Concreción porcentual cuantitativa de los rubros más importantes dentro del estado financiero.
- Control y planificación de cifras por medios porcentuales.
- Permite visualizar rápidamente los aumentos o disminuciones por cuenta o por rubro.
- Permite tener una base para determinar las fuentes y usos de fondos.

2.2. COSTO DE CAPITAL

Cuando se invierte en una firma es necesario recurrir a diferentes fuentes de financiación las cuales tienen un costo por su uso. La procedencia de las fuentes de financiación principalmente son deuda y recursos propios. El costo de estas fuentes de financiación se denomina costo de capital de la firma, que se

calcula ponderando el costo de cada tipo específico de fuente con su proporción en el valor total de la firma. También Garcia (2003) lo define como “la rentabilidad mínima que deben producir los activos de una empresa” p.247.

Cálculo del costo promedio ponderado de capital:

$$Ck = \left(\frac{E}{V}\right) Ke + \left(\frac{D}{V}\right) Kd(1 - t)$$

Donde:

Ck = Costo de capital

E = Valor de los recursos propios o patrimonio

D = Valor de la deuda

V = E + D valor total de la firma

Ke = Costo de los recursos propios

Kd = Costo de la deuda

t = Tasa impositiva

A continuación se explica cada uno de sus costos.

2.2.1. COSTO DE LA DEUDA

El costo de la deuda es el rendimiento que exigen los acreedores por el uso de sus recursos que está representado en los intereses y el pago del principal. Gitman (2003), determina que el costo de la deuda es el costo actual después de impuestos de obtener fondos a largo plazo mediante endeudamiento. El costo de la deuda se calcula dividiendo lo que se paga (intereses) sobre los recursos utilizados. Los intereses de los acreedores financieros se deducen del ingreso gravable de la firma generando una menor base para el pago de los impuestos y por lo tanto unos menores impuestos. Es así que el costo de la deuda se determina de la siguiente forma:

$$Kd_t = Kd(1 - t)$$

Kd = Costo de la deuda

Kd_t = Costo de la deuda después de impuestos

t = tasa impositiva

El riesgo de la deuda es menor al riesgo del patrimonio debido a que la deuda tiene prioridad sobre los pagos de utilidades o dividendos de los accionistas, además se exigen garantías y codeudores en caso de que la firma no pueda pagar, disminuyéndose así el riesgo de no pago. Por lo tanto el costo de la deuda debe ser menor al costo del patrimonio.

2.2.2. COSTO DE LOS RECURSOS PROPIOS O ACCIONARIO

El costo de los recursos propios es el rendimiento requerido por los accionistas o inversionistas por haber invertido en la firma, los cuales pueden ser recibidos en forma de dividendos y ganancias de capital. Los tenedores de las acciones son los propietarios de la firma. El costo de los recursos propios tiene una remuneración residual es decir, se paga después de pagar todas las obligaciones de la firma, en caso de quedar un remanente. En caso de quiebra son los últimos en recibir su dinero. Es por esto que los accionistas corren un mayor riesgo que los acreedores por lo que su costo debe ser mayor para compensar ese mayor riesgo. El cálculo del costo de los recursos propios o accionario es uno de los más complejos en el cálculo del costo de capital. El modelo más utilizado para su cálculo es la metodología de valuación de activos de capital CAPM (Capital Assets Pricing Model), que depende de la tasa libre de riesgo, la prima del mercado y el riesgo no diversificable de la empresa medido por el coeficiente Beta. En este modelo la rentabilidad de una acción está relacionada en forma lineal:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

donde:

K_e = Rendimiento esperado por el inversionista o accionista.

R_f = es la tasa libre de riesgo

$R_m - R_f$ = La prima de riesgo de mercado

β = Beta de la firma

La tasa libre de riesgo corresponde a los bonos del tesoro nacional TES ya que se considera la empresa como el gobierno de la nación. La prima de riesgo del mercado es la rentabilidad adicional que un inversionista obtiene por invertir en acciones y no en TES. Beta es “una medida de riesgo que asocia la volatilidad de la rentabilidad de una acción con la volatilidad de la rentabilidad del mercado” (Garcia, 2003, p.254).

Su aplicación se refiere a mercados desarrollados, siendo esta una limitante en países en vía de desarrollo como Colombia ya que el grupo de empresas que transan en el mercado público es muy reducido, esto “implica que muy pocos sectores de la actividad económica hacen presencia en el mercado público y los que hacen presencia están conformados por muy pocas empresas, con lo que las betas sectoriales o no existirían o no serían confiables con muestras poco representativas” (Garcia 2003, p.261). Sin embargo, la alternativa que surge para aplicar el modelo CAPM es referenciar información de países con mercados bursátiles más grandes y eficientes como Estados Unidos.

Por lo que para calcular el costo accionario con las cifras de Estados Unidos, se debe apalancar la beta del sector con el endeudamiento correspondiente a la empresa que se va a analizar y se ajusta el resultado con el riesgo país para reflejar el riesgo adicional por realizarse en otro país y no en Estados Unidos. El resultado se obtendría en dólares siendo necesario aplicar la devaluación

esperada de largo plazo. Para apalancar la beta del sector con el endeudamiento se utiliza la siguiente fórmula⁷:

$$\beta_L = \beta_u [1 + (1-t)D/E]$$

β_L = β apalancado

β_u = β desapalancado u operativo

t = Tasa de impuesto

D/E = Relación de apalancamiento

Existe otra metodología para el cálculo del costo del patrimonio desarrollada por Ross¹⁹⁷⁶⁸, un modelo para la valuación de activos de capital llamado APT (Arbitrage pricing theory). Ross (2003), define que el retorno de cualquier activo riesgoso depende de una combinación lineal de varios factores los cuales aún no están determinados. Sin embargo los factores más comunes que se mencionan en el modelo APT y que deben estar relacionados con variables macroeconómicas son los cambios en el producto interno bruto, los cambios en la inflación y los cambios en las tasas de interés.

Esta metodología dice que el rendimiento de una acción está formado por dos partes:

- El rendimiento normal o esperado: es la parte que los accionistas predicen o esperan, dependen de la información que los accionistas tengan.
- Rendimiento incierto o riesgoso: proviene de la información que no tienen los accionistas.

Por lo tanto los rendimientos de una acción quedarían expresados en:

⁷ Formula de Hamada

⁸ Stephen A. Ross. "The Arbitrage of Capital Asset Pricing", Journal of Economic Theory (diciembre de 1976).

$$R = X + U$$

X = parte esperada del rendimiento

U = parte no esperada del rendimiento

Además, divide la parte de factor sorpresa en riesgo sistemático y riesgo operativo así:

$$R = X + m + e$$

m = representa riesgo sistemático

e = representa el riesgo no sistemático o propio de la empresa.

Ahora el m puede estar conformado por varios riesgos sistemático que influyen en el rendimiento de la acción, los cuales pueden ser PIB, tasa de interés e inflación por lo que cada una tendrá una beta asociada a ella.

$$R = X + BF_1 + BF_2 + BF_3 + e$$

Puede haber diferentes versiones de la especificación del modelo, dependiendo en últimas, de cuál de ellas arroja los mejores resultados empíricos, en términos de su capacidad para reproducir el comportamiento de las tasas de retorno de los activos.

Los coeficientes betas nos indican la respuesta del rendimiento de una acción ante un riesgo sistemático, es decir que tan sensible es el rendimiento de una acción a los cambios no anticipados de la inflación. Los factores determinan las novedades o sorpresas ocurridas, es decir los cambios en lo que realmente ocurre y las expectativas.

Uno de los métodos para determinar los factores comunes es las variables macroeconómicas en las que el investigador basado en su propio juicio escoge

factores para luego estimar los coeficientes de sensibilidad y verificar si ellos explican el corte transversal de los retornos, Chan, Chen y Hsieh (1985), Chen, Roll y Ross (op cit) y Chen y Jordan (1993), citado por Fuentes, Gregoire, Zurita (2005). El método de las variables macroeconómicas tiene la ventaja de permitir la interpretación económica de los factores y los premios por riesgos factoriales.

2.3. EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS EN EL COSTO DE CAPITAL

Para poder obtener la expresión del costo de capital ajustado por impuestos es necesario conocer los primeros Autores que se han venido preocupando por estudiar los factores que pueden afectar el valor de la firma siendo unos de los pioneros Modigliani y Miller. A continuación se hará una breve explicación de sus principales Proposiciones.

2.3.1. Proposición I Modigliani Miller 1958 (sin impuestos corporativos).

Modigliani y Miller en su primera proposición determinan que el valor de mercado de la firma depende de sus rendimientos esperados descontados a una tasa k apropiada para su clase sin tener ninguna influencia cuáles son sus fuentes de financiación. Lo que nos indica que el valor de la empresa está representado por las utilidades antes de interés e impuestos (UAI) descontadas al costo de capital (C_k) y que este costo de capital permanece constante ante cualquier cambio en el nivel de deuda. Lo que se podría expresar en la siguiente ecuación:

$$V = \frac{UAI}{Ck}$$

Esto lo demuestran aplicando el concepto de arbitraje a un ejemplo donde dos empresas del mismo sector con el mismo riesgo y con utilidades operacionales esperadas iguales pero con una estructura de capital diferente tienen el mismo valor. Por lo tanto si el valor de estas dos empresas fueran diferentes el inversionista de la empresa sobrevalorada podría comprar una participación de la empresa subvalorada a un costo más bajo y obtendría el mismo rendimiento. De esta forma los inversionistas aprovecharían las oportunidades de arbitraje hasta el punto que harían que las participaciones de la empresa subvalorada subieran y las participaciones de la empresa sobrevalorada bajarán hasta volver al equilibrio.

2.3.2. Proposición II Modigliani Miller (sin impuestos corporativos).

La proposición II relaciona directamente el rendimiento esperado sobre el capital social de una firma apalancada con el nivel de endeudamiento mediante la siguiente ecuación:

$$k_s = k_o + (k_o - k_d) \frac{D}{E}$$

D= Valor de la deuda

E=Valor de las acciones o del capital social

k_s = Costo del capital social de una empresa apalancada

k_o = Costo de una empresa totalmente financiada con recursos propios.

k_d = Costo de la deuda

Como podemos observar en la ecuación, el valor del costo del capital social está directamente relacionado con la proporción de deuda, es decir a medida que incrementamos la deuda el costo del capital social aumenta debido al mayor riesgo en que se incurre, anulando las economías obtenidas por el mayor valor de deuda lo que hace que el costo del capital se mantenga constante. Llegando

a concluirse que la estructura de capital de la firma no afecta el valor de la empresa.

2.3.3. Proposición I Modigliani y Miller 1963 (con Impuestos Corporativos)

En esta tesis los autores consideran el efecto de los impuestos en la estructura de capital. Con la cual corrigieron su Proposición I reconociendo las grandes ventajas tributarias en el valor de la empresa así:

En una empresa no apalancada el flujo de efectivo (UAI) después de impuestos es:

$$UAI(1 - T_c)$$

En una empresa apalancada el flujo de efectivo después de impuestos es:

$$UAI(1 - T_c) + T_c k_d$$

Ahora el valor de una empresa no apalancada, es decir financiada totalmente con recursos propios es el valor presente de sus flujos de efectivo descontada al costo de su capital social:

$$V_u = \frac{UAI(1 - T_c)}{k_o}$$

donde:

V_u = Valor presente de una empresa no apalancada

UAI = Utilidades antes de intereses e impuestos

T_c = Tasa fiscal corporativa

k_o = Costo de capital de una empresa totalmente financiada con recursos propios.

k_d = costo de la deuda

D = Deuda

Para determinar el valor de una empresa apalancada (V_L) es necesario adicionar el valor presente de la protección fiscal proveniente de la deuda

$$V_L = \frac{UAI(1 - T_c)}{k_o} + \frac{T_c k_d D}{k_d}$$

$$V_L = V_U + T_c B$$

Como podemos observar el mayor valor de una empresa apalancada se encontraría cuando está financiada totalmente con deuda. Sin embargo en la vida real las personas no se pueden endeudar en un 100%, ya que esta situación daría señales negativas al mercado y generaría unos costos de quiebra. Una ilustración de esta Proposición la podemos ver en el anexo A.

Teniendo en cuenta lo anterior podemos replantear la Proposición I y II de Modigliani y Miller con impuestos corporativos así:

$$\frac{UAI_{V_L}}{V_L} = K_o - T_c(K_o - K_d) \frac{D}{V_L}$$

y la Proposición II se replantea así:

$$k_s = k_o + \frac{D}{E}(1 - T_c)(k_o - k_d)$$

Donde k_s es el costo del capital social de una empresa apalancada. Para ver en más detalle la derivación de las fórmulas ver Anexo B.

Ahora al costo de la deuda se le aplica el efecto del impuesto multiplicado por $(1 - T_c)$ porque los intereses son deducibles de impuestos, quedando el costo de capital con impuestos corporativos así:

$$Ck = \frac{B}{V_L} k_d (1 - T_c) + \frac{E}{V_L} k_s$$

2.4. TASAS IMPOSITIVAS

El sistema fiscal colombiano se encuentra regulado por el Decreto No. 624 de 1989, denominado "Estatuto Tributario". El sistema tributario comprende impuestos de carácter nacional, departamental y municipal. El impuesto sobre la renta y sus complementarios es un tributo de carácter nacional y es definida legalmente por el gobierno. La base sometida es la renta gravable, que se obtiene de sumar todos los ingresos ordinarios y extraordinarios susceptibles de producir un incremento neto del patrimonio y que no estén expresamente exceptuados en la ley. De esta suma se restan las devoluciones, rebajas y descuentos, así como los costos y deducciones imputables a tales ingresos.

Con la Ley 1111 expedida el 27 de diciembre de 2006, se encuentran las disposiciones por las cuales se reduce la tarifa del impuesto sobre la renta que aplican a partir del año 2007, se disminuyen gradualmente a partir del año gravable 2007, así: Año gravable 2007: 34% y Año gravables 2008 y siguientes 33%.

Para medir la participación estatal en las utilidades de la empresa utilizamos la tasa efectiva de tributación la cual puede variar periódicamente dependiendo de factores tales como: gastos no deducibles, uso de beneficios fiscales, uso de partidas compensatorias, etc.

La tasa marginal del impuesto corresponde al cambio en el impuesto total dividido entre el cambio en el ingreso.

Las fórmulas fueron tomadas con base al estudio de Mora y Herrera (1998), modificando la utilidad bruta por la utilidad antes de impuestos necesario para nuestro estudio.

$$t_e = \frac{(\text{Impuestos Pagados} + \text{Cambio en los Impuestos por pagar (de signo positivo)})}{\text{Utilidad antes de impuestos}}$$

$$t_m = \frac{\text{Cambio en los impuestos pagados y en los impuestos por pagar}}{\text{Cambio en la utilidad antes de impuestos}}$$

3. METODOLOGIA

Este estudio es empírico analítico o positivista donde existe una realidad fáctica, externa y objetiva que se observa por parte del investigador (Caso Almacenes Éxito S.A.) y donde hay independencia del investigador. La concepción de la realidad en un estudio de este tipo se hace de manera a-histórica y fragmentada y para este caso específico se analizara el periodo 2006 – 2010.

El método de investigación utilizado en el presente trabajo es el estudio de caso el cual se ha convertido en el método de investigación más común en las áreas de Contabilidad y Finanzas y se refiere al estudio de una sola unidad de análisis en su entorno práctico. El estudio de caso ofrece la posibilidad de comprender la naturaleza de la contabilidad en la práctica tanto en términos de las técnicas, procedimientos y sistemas usados, como de la forma en que los usan, pudiendo hacerse extensivo a la naturaleza de las Finanzas (Ryan, Scapen, & Theobald, 2004).

El tipo de estudio utilizado es descriptivo ya que se busca entender y comprender la situación actual de Almacenes Éxito S.A. en cuanto a sus estrategias y planteamientos financieros y así analizar el efecto de los impuestos en el costo de capital en su contexto. Para luego mediante una situación crítica obtener las conclusiones del tema en estudio, en términos de contestar la pregunta ¿Cuál es el efecto de los impuestos corporativos en el costo de capital del caso Almacenes Éxito S.A. período 2006 - 2010?

Para lograr solucionar la inquietud, fue necesario entender en primer lugar el comportamiento de la empresa en términos tanto de sus estrategias como de sus planteamientos y situación financiera. Esto se hizo mediante un análisis horizontal que permite observar las principales variaciones de los estados financieros dentro de un período de tiempo determinado. También se observó el impacto de las estrategias desarrolladas en la rentabilidad de la empresa y su desarrollo en el periodo de estudio. De esta forma podemos tener una primera aproximación de la evolución de los impuestos en el período de estudio y sus causas. En segundo lugar se define el valor de los elementos que componen el costo de capital para Almacenes Éxito S.A como son el costo de capital accionario utilizando la metodología CAPM y APT, el costo de la deuda y el costo de los bonos. En tercer lugar se calcularon las tasas efectivas y marginales de impuestos corporativos para Almacenes Éxito S.A. observando las principales variables que las afectan. Para luego aplicarlas al costo de capital y compararlas con el costo de capital sin impuestos y así poder analizar los cambios para finalmente poder concluir.

A continuación se explicará con más detalle los métodos utilizados en el desarrollo del estudio.

3.1. ANALISIS

Para obtener una visión global de la situación de la empresa en cuanto a sus estrategias, situación financiera y evolución de sus impuestos se realizó un análisis horizontal para estudiar las principales transformaciones que tuvieron las cuentas de los estados financieros y así abordar la pregunta de investigación en su contexto.

Para el análisis de rentabilidad se calcularon los índices de rentabilidad de la operación y del patrimonio para los años 2006 a 2010.

3.2. COSTO DE CAPITAL

Para calcular el costo de capital es necesario conocer los costos de cada una de las fuentes de financiación de la empresa Almacenes Éxito S.A.

3.2.1. Cálculo del Costo Accionario Utilizando el Modelo CAPM Ajustado.

A continuación se detallará las fuentes de información utilizadas para el cálculo del costo accionario.

- Para el cálculo del coeficiente de riesgo Beta, se tomó información histórica semanal de los precios de las acciones de Almacenes Éxito S.A. y del índice general de la bolsa de valores de Colombia (IGBC) como referente del mercado para el período de estudio obtenida de las bases de Thomson Reuters a través del aplicativo EIKON, provisto por la Unidad de Análisis del Mercado Financiero de la Facultad. Dichas series se convirtieron a rendimientos continuos (con $\ln((P_{i+1})/P_i)$ ($\ln(\text{Índice } i+1)/(\text{índice } i)$) para luego hacer una regresión Lineal (del tipo $y=mx +b$). Debido a que el beta del año 2006 no resultó significativo y el del año 2007 se obtuvo un R^2 del 11% fue necesario para estos años tomar las betas perteneciente al sector de Retail Store del profesor Damodaran⁹ y apalancarlas con la deuda de la empresa.
- La prima de riesgo: se calcula como los promedios históricos de la rentabilidad por invertir en acciones y la rentabilidad de los bonos del tesoro. De los años 1928-2010 equivalente a 6,03% con desviación

⁹http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

estándar de 2,38% siendo esta la menor desviación de las diferentes primas presentadas y se aplicó la devaluación.

- La rentabilidad de los bonos del tesoro de Colombia con vencimiento a 10 años.¹⁰
- La devaluación se tomó de las investigaciones económicas de la sociedad comisionista Interbolsa.

3.2.2. Cálculo del Costo Accionario Utilizando el Modelo APT

Las fuentes sistemáticas de riesgo que hemos considerado son las variables macroeconómicas como el Producto Interno bruto, la Inflación y la tasa de interés. En este modelo el rendimiento de una acción está determinado por la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + B_{PIB}(PIB) + B_{IF}(IF) + B_{TI}(TI) + e \quad (1)$$

donde:

R_f = rendimiento esperado o tasa libre de riesgo

B_{PIB} = Beta del PIB

B_{IF} = Beta inflacionaria

B_{TI} = Beta tasa de interés

e = riesgo no sistemático propio de la compañía

PIB = los cambios en el PIB

IF = los cambios en la inflación

TI = los cambios en la tasa de interés

Estimación de los coeficientes de riesgo por medio de mínimos cuadrados.

¹⁰ Octubre 2015: Fecha de emisión: 28 de octubre de 2005. TES con vencimiento el 28 de octubre de 2015.

$$K_e = B_{PIB}(PIB) + B_{IF}(IF) + B_{ii}(TI) + e$$

Las fuentes de la información recolectada son:

- Precios diarios de las acciones de Almacenes Éxito durante el período 2006 – 2010¹¹.
- Valor del PIB trimestral de Colombia durante el período 2006 – 2010¹².
- Inflación del trimestre durante el período 2006 – 2010¹³.
- Tasas de interés de los certificados de depósito a término a 90 días DTF, promedios mensuales, durante el período 2006 – 2010¹⁴

Se colocó toda la información en el mismo período trimestral, de determinó el precio de la acción por trimestre tomando el promedio de los precios durante el trimestre correspondiente, lo mismo para la tasa de interés.

Estimación de las primas de riesgo APT por medio de mínimos cuadrados.

$$K_e = PIB (B_{PIB}) + IF(B_{IF}TI) + (B_{ii}) + e$$

Definición de datos:

- Cambios en los Precios trimestrales de las acciones. $\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ durante el período 2006 – 2010¹⁵.
- Cambio en el PIB trimestral $\frac{PIB_t - PIB_{t-1}}{PIB_{t-1}}$ durante el período 2006 – 2010.

¹¹https://www.grupoaval.com/portal/page?_pageid=33,115460184&_dad=portal&_schema=PORTAL

¹² DANE

¹³ DANE

¹⁴ Banco de la República con información suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

¹⁵https://www.grupoaval.com/portal/page?_pageid=33,115460184&_dad=portal&_schema=PORTAL

- Cambio en la Inflación trimestral $\frac{IF_t - IF_{t-1}}{IF_{t-1}}$ durante el período 2006 – 2010.
- Cambios en el DTF trimestrales $\frac{IF_t - IF_{t-1}}{IF_{t-1}}$ durante el período 2006 – 2010.
- El valor esperado del costo accionario está dado por:

$$E(Ke) = R_f + \beta (R_m - R_f) + \hat{B}_{PIB} \widehat{PIB} + \hat{B}_{IF} \widehat{IF} + \hat{B}_{TI} \widehat{TI}$$

3.3. COSTO DE LA DEUDA

Para el costo de la deuda se tomaron las tasas de colocación de créditos comerciales del Banco de la República de la categoría preferencial o corporativo¹⁶ perteneciente al monto más cercano de la obligación financiera de Almacenes Éxito. Este procedimiento ha sido validado para estos estudios en el ámbito colombiano por Vélez (2011) en su artículo el “Valor de los Ahorros en Impuestos por Deuda en Colombia: Un estudio empírico”, donde estima el valor de los ahorros de impuestos para 23 de las principales empresas que cotizan en bolsa entre el 2001 y el 2010 en Colombia.

3.3.1. Costo de los Bonos

Para el cálculo del costo de los bonos se recogió la siguiente información de prospectos del SIMEV:

Bono A	DTF+2,5%TA
Bono B	IPC+6%EA
Bono C	12,5% EA

A partir de la cual se realizó la conversión de tasas a efectivas para cada año de estudio y luego calcular un promedio entre los tres tipos de bonos como costo de la deuda en bonos.

Teniendo ya todos los costos aplicamos la fórmula del modelo CAPM

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

3.4. APLICACIÓN DEL EFECTO DE LOS IMPUESTOS AL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA ALMACENES ÉXITO S.A.

Para el cálculo de las tasas impositivas se tomó información de los Balances y Estado de Resultados de la empresa, y se aplicaron las respectivas fórmulas de tasa efectiva y tasa marginal aplicando al costo de capital las tasas que se encuentran entre el 10% y el 35%. Luego se realiza una revisión de las conciliaciones entre utilidad contable y renta fiscal y del movimiento de la cuenta de impuestos diferidos, para detectar las mayores cuentas que están disminuyendo o aumentando el valor de los impuestos pagados.

Luego de determinar la tasa de impuesto se aplica esta tasa al costo de capital accionario y al costo de la deuda para así calcular el nuevo costo de capital mediante las siguientes formulas:

$$k_s = k_o + \frac{B}{S}(1 - T_c)(k_o - k_d)$$

$$Ck = \frac{B}{V_L}k_d(1 - T_c) + \frac{E}{V_L}k_s$$

Siguiendo la metodología de Herrera y Mora 1998 para la aplicación al costo de capital se toma el supuesto que el beta apalancado sea igual al desapalancado.

Finalmente con base a los resultados se extraen las respectivas conclusiones.

4. ANALISIS DEL EFECTO DE LOS IMPUESTOS EN EL COSTO DE CAPITAL CASO ALMACENES ÉXITO S.A.

4.1. ANÁLISIS HORIZONTAL

4.1.1. Años 2006 – 2007¹⁷:

- En el 2006 realizó una emisión de bonos cuyos recursos fueron utilizados en un 100% para sustituir pasivos financieros de corto plazo. (Ver anexo C).
- En el año 2007 compró Carulla – Vivero para lo cual adquirió un crédito sindicado con el Citibank por valor de US\$300 millones, los cuales fueron utilizados en la compra de la compañía, generando un incremento importante en el nivel de endeudamiento. Además realizó una emisión de acciones (Ver Anexo D) cuyos recursos provenientes de la emisión fueron destinados en un ciento por ciento (100%) para la financiación de la adquisición de la participación accionaria mayoritaria en la sociedad Carulla Vivero S.A. y finalmente crea viajes Éxito en alianza con Avianca.
- Durante el año 2007, Almacenes Éxito asumió la operación y explotación de los Almacenes Vivero a través de un contrato de operación que les permite administrar los establecimientos de comercio, adquirir los inventarios y los bienes muebles a cambio del pago de regalías a Carulla Vivero.

Por lo tanto estas acciones tomadas por la compañía generaron incrementos importantes en algunas cuentas del Balance y del Estado de Resultados, las cuales se describirán con más detalle en el Anexo E además de presentar los Estados Financieros de la empresa Almacenes Éxito S.A.

¹⁷ No fue posible encontrar notas de contabilidad en estos periodos.

4.1.2. Años 2007 – 2008

Este año continúa el incremento de algunas cuentas y decremento de otras como resultado de la integración Carulla-Vivero, direccionadas a cumplir con la estrategia de crecimiento y conversión de formatos, como la amortización de algunos diferidos, incremento de las obligaciones financieras de corto y largo plazo. Los cambios se podrán observar con más detalle en el Anexo F. Además de la importante reducción de impuestos a causa de la Ley 111 de 2006. (Ver Anexo G).

4.1.3. Año 2008 -2009

Almacenes Éxito consolida sus estados financieros con Carulla Vivero S.A., Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A. Didetexco S.A.

Se continúa con la consecución de recursos para cumplir con la estrategia de crecimiento, mediante la venta de activos y su posterior arrendamiento¹⁸, consiguiendo de esta forma recursos para continuar con sus proyectos de expansión y disminución de la deuda. La venta de estos activos y su posterior arrendamiento¹⁹ incrementan los gastos de Administración y ventas. Sin embargo este aumento se ve en parte compensado por la disminución en gastos de administración por la integración de procesos y departamentos con la empresa Carulla. Los principales activos vendidos durante el año 2009 fueron el Centro de distribución Vegas en Envigado Antioquia y los inmuebles Buenavista en Barranquilla y Chipchape en Cali.

¹⁸Estos activos han sido arrendados por un periodo de 15 años y con una tasa de arriendo del 10% - 12% anual sobre el valor de venta del inmueble

¹⁹ Esta situación se considera un leasing operativo debido a la ausencia de una posible opción de compra para efectos tributarios ver anexo H

Además, se redujo las aperturas y conversiones de 15 a 9 almacenes y las conversiones de 39 a 31 lo que redujo al mismo tiempo el nivel de Capex generando un menor descuento tributario en comparación al año anterior, también el menor descuento tributario se debió al abono por impuestos diferidos. La disminución de Capex fue a causa de la reducción en ventas. Esta reducción de aperturas y conversiones permite a la empresa generar una menor necesidad de deuda de tal manera que le otorgue mayor flexibilidad en estos momentos de crisis y desaceleración económica. Los cambios se podrán observar con más detalle en el Anexo I.

En octubre de 2009 La Junta Directiva de Almacenes Éxito aprobó la emisión de acciones por un monto de \$435.000 millones, destinados al proceso de expansión, conversión de almacenes y compra de lotes, mientras que el 40% restante será utilizado para el pago de deuda o para la compra del remanente de acciones de Carulla-Vivero, que todavía se encuentra en cabeza de antiguos accionistas

4.1.4. Año 2009- 2010

Almacenes Éxito consolida sus estados financieros con Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A. Didetexco S.A., Carulla Vivero Holding Inc, Almacenes Éxito Inversiones S.A.S.

Es necesario destacar que en el 2010 hubo una recuperación de las ventas a causa también de la recuperación en la demanda interna y en el crecimiento económico del país, además de su mayor participación de sus productos de marca propia.

La empresa continúa con su estrategia de reforzar la caja para evitar tomar deudas y continuar desarrollando su estrategia de expansión. En este año vendió la inversión en Cadena de Tiendas Venezolanas S.A. Cativen S.A.

Por otro lado la empresa logra eliminar sus obligaciones de largo plazo en un 100%. Así mismo, continúa la disminución de CAPEX de la empresa. (El plan de inversiones de la compañía para el cierre del 2010 totalizó \$272.073 millones que venía en \$700.000 millones de pesos). Lo que hace que se incremente los impuestos de renta por el menor beneficio que contempla el artículo 158-3. Además, que se han consolidado los estados financieros de almacenes Éxito con sus otras empresas. (Ver Anexo J).

Ahorro en impuestos – Integración con Carulla. (Para el Año 2011).

En el 2010²⁰ se adelantaron todas las acciones tendientes a realizar la fusión por absorción entre Almacenes Éxito S.A. como sociedad absorbente y Carulla Vivero S.A. como absorbida. Así, las Asambleas de Accionistas de las sociedades dieron su autorización a la fusión; las Asambleas de Tenedores de Bonos ordinarios de Éxito y Carulla autorizaron adelantar la operación, y la Superintendencia Financiera de Colombia emitió la Resolución No. 1586 del 20 de agosto de 2010 por medio de la cual autorizó la fusión. Finalmente, ésta fue solemnizada mediante escritura pública, la cual fue inscrita en el registro mercantil de ambas compañías, el 2 de septiembre de 2010. Como consecuencia de la fusión, los activos y pasivos pertenecientes a la sociedad absorbida fueron asumidos por Almacenes Éxito S.A.

En la fecha anterior a esta aprobación las compañías funcionaban como entidades separadas, independientes, lo que generaba unos pagos de impuestos

²⁰ Informe Interbolsa

adicionales que se eliminaron con consolidación de su integración. Algunos de estos ahorros son por ejemplo la eliminación del pago del IVA por parte de Almacenes Éxito a los productos marca propia que le proveen las plantas de producción de Carulla Vivero, los cuales por ser entidades separadas debe cobrar el IVA en el momento de la venta. En este caso, esto se eliminó, ya que la planta de producción pasará a ser propiedad de Almacenes Éxito, produciendo y vendiendo la misma persona jurídica, evitando el pago de este impuesto. Otro punto es el pago que realiza almacenes Éxito a Carulla para la operación de sus almacenes, el cual ingresa a Carulla como un ingreso operacional que es cargado con el impuesto a la renta del 33%. Este pago también se evitaría, ya que al pasar a ser propiedad completa de Almacenes Éxito, este los operaría sin el pago de ninguna comisión. Según el presidente del Éxito, los ahorros estimados en esta integración son de US\$10 millones por año para los tres años siguientes a la integración, mejorando el flujo de caja en el mediano plazo.

4.2. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

4.2.1. Rentabilidad del Activo: Es un indicador apropiado para medir el éxito empresarial ya que podemos tener una visión de los factores que inciden en el proceso de generación de valor de la empresa. También nos da una idea de la eficiencia con que se están aprovechando los recursos para generar utilidades.

$$ROA = \frac{UAI}{AON}$$

donde:

ROA = Rentabilidad del activo

UAI = utilidades antes de intereses e impuestos

AON = Activos operacionales netos

4.2.2. Rentabilidad del Patrimonio: Es la rentabilidad que ganan los socios por invertir los recursos propios en la empresa.

$$ROE = \frac{UAI}{Patrimonio}$$

ROE = Rentabilidad de los propietarios

UAI = Utilidad antes de impuestos

A continuación se determinan los anteriores indicadores para el período 2006 – 2010.

Tabla 1: Índice de rentabilidad ROE y ROA Almacenes Éxito S.A.

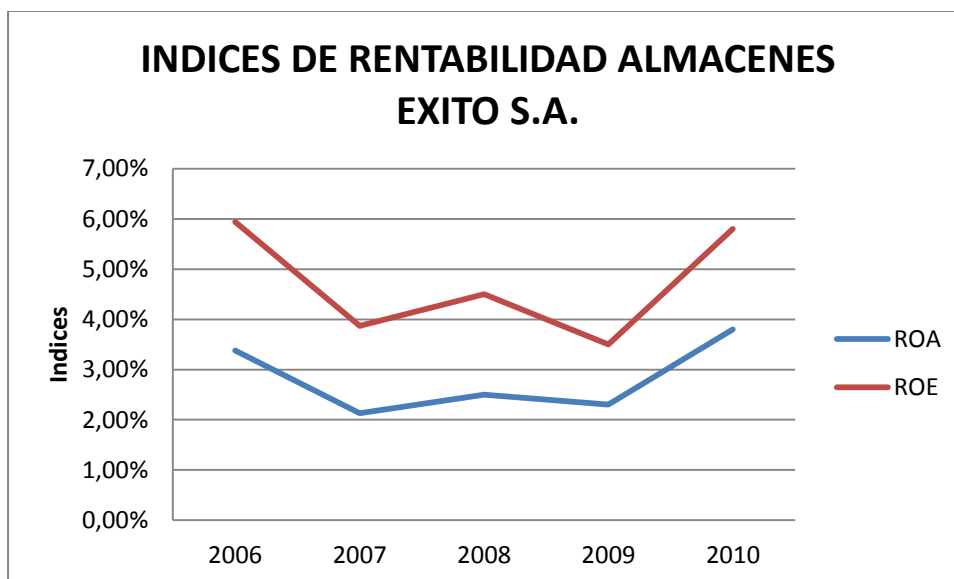
	2006	2007	2008	2009	2010
ROA	3,38%	2,13%	2,5%	2,3%	3,8%
ROE	5,94%	3,87%	4,5%	3,5%	5,8%

Fuente: Interbolsa

ROA = Rentabilidad del Activo

ROE = Rentabilidad del patrimonio

Figura 1. Índice de Rentabilidad Almacenes Éxito S.A.



Almacenes Éxito S.A. comenzó su estrategia de expansión en el año 2006 con la fusión de Carrulla-Vivero, buscando penetrar en otros segmentos del mercado posicionando sus marcas y de esta forma continuar fortaleciendo su liderazgo en el sector a la vez que aumenta su rentabilidad. La fusión con Carulla llegó a su consolidación en el 2010. Como podemos observar esta estrategia se refleja en los índices de rentabilidad (ver Tabla 1 y Figura 1) los cuales han tenido un periodo de disminución en los años 2007-2009 tiempo necesario para llevar a cabo la fusión, esto generado por unos mayores gastos operacionales y cierres de Almacenes por periodos de 3 a 4 meses que duraba las remodelaciones. Finalizada la fusión se logra nuevamente incrementar los índices de rentabilidad y con proyecciones a incrementos mayores, esto como resultado del aprovechamiento de sinergias, mejoramiento operativo, eficiencias en el posicionamiento de sus marcas propias las cuales generan una mayor rentabilidad y la creación de otros negocios complementarios. Es así que podemos decir que Almacenes Éxito ha cumplido con su objetivo.

4.3. COSTO DE CAPITAL METODOLOGIA CAPM AJUSTADO

En las tablas 2 a la 6 se encuentran las estimaciones de los betas para los años 2006 – 2010.

Tabla 2. Estimación Beta año 2006

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,139625721
Coefficiente de determinación R ²	0,019495342
R ² ajustado	0,00026976
Error típico	1,43081E-05

Observaciones 53

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	2,07595E-10	2,07595E-10	1,014031323	0,318692968
Residuos	51	1,04408E-08	2,04722E-10		
Total	52	1,06484E-08			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	7,57266E-05	1,61655E-05	4,684460749	2,11972E-05	4,3273E-05	0,00010818	4,3273E-05	0,00010818
Beta 2006	0,158644516	0,157543097	1,006991223	0,318692968	0,157636449	0,474925481	0,157636449	0,474925481

Tabla 3: Estimación Beta año 2007

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,33957008
Coefficiente de determinación R ²	0,11530783
R ² ajustado	9
Error típico	0,09520119
Observaciones	3,95262E-06
	46

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	8,95964E-11	8,95964E-11	5,73481391	0,02095654
Residuos	44	6,87423E-10	1,56232E-11	2	1
Total	45	7,77019E-10	10		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	1,26061E-05	2,24175E-05	0,56233414	0,57674224	-3,25733E-05	5,77855E-05	-3,25733E-05	5,77855E-05
Beta 2007	0,57257050	0,23909434	2,39474715	0,02095654	0,09070751	1,05443350	0,09070751	1,05443350

Tabla 4: Estimación Beta año 2008

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,889844954
Coefficiente de determinación R ²	0,791824042
R ² ajustado	0,787660523
Error típico	8,85489E-06
Observaciones	52

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	1,4912E-08	1,4912E-08	190,181433	1,147E-18
Residuos	50	3,92046E-09	7,84091E-11		
Total	51	1,88324E-08			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-5,29238E-05	1,02574E-05	5,15958344	9	4,27406E-06	-7,35264E-05	-3,23213E-05	-3,23213E-05
Beta 2008	1,228833437	0,08910641	13,7906284	5	1,147E-18	1,049857939	1,049857939	1,40780893

Tabla 5: Estimación Beta año 2009

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,9801180
Coefficiente de determinación R ²	0,9606313
R ² ajustado	0,9598440
Error típico	3,62291E-06

Observaciones 52

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	1,60137E-08	1,60137E-08	1220,047648	8,65792E-37
Residuos	50	6,56273E-10	1,31255E-11		
Total	51	1,667E-08			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	4,09551E-05	3,39945E-06	12,04756025	2,12381E-16	4,77831E-05	3,41271E-05	-4,77831E-05	3,41271E-05
Beta 2009	1,1107521	0,031800	34,92918047	8,65792E-37	1,0468796	1,1746245	1,046879696	1,174624535

Tabla 6: Estimación Beta año 2010

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,90304543
Coefficiente de determinación R ²	0,81549105
R ² ajustado	0,81180087
Error típico	2,72792E-06
Observaciones	52

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	1,6445E-09	1,6445E-09	220,989572	5,53528E-20
Residuos	50	3,72077E-10	7,44154E-12		
Total	51	2,01658E-09			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-1,36632E-06	3,55196E-06	-0,384666838	0,702115605	8,50064E-06	5,768E-06	8,50064E-06	5,768E-06
Beta 2010	0,68868103	0,046326	14,86571801	5,53528E-20	0,595630	0,78173113	0,595630	0,78173113

En la Tabla 7 se observa el valor del costo de capital para la empresa Almacenes Éxito S.A. período 2006 – 2010.

Tabla 7. Costo de Capital Metodología CAPM

	2006	2007	2008	2009	2010
Beta	1,23	1,2	1,23	1,11	0,69
Prima de mercado	9,21%	9,21%	9,21%	8,68%	8,68%
Tasa libre de riesgo	9,11%	10,09%	11,71%	9,26%	7,76%
D	254.363.930	955.290.250	477.506.539	283.663.944	0
E	599.726.244	1.589.649.107	1.589.649.107	2.291.551.525	2.292.928.719
DB	105.000.000	105.000.000	105.000.000	105.000.000	224.650.000
E/E+D+DB	62,53%	59,99%	73,18%	85,50%	91,08%
D/E+D+DB	26,52%	36,05%	21,98%	10,58%	0,00%
DB/E+D+DB	10,95%	3,96%	4,83%	3,92%	8,92%
Ks	20,44%	21,14%	23,04%	18,89%	13,75%
Kd	9,41%	10,08%	11,30%	11,60%	11,60%
Kbonos	10,72%	11,75%	13,03%	9,81%	9,38%
Costo de Capital	16,45%	16,78%	19,98%	17,76%	13,36%

E = Valor de los recursos propios o patrimonio

D = Valor de la deuda

DB = Valor de la deuda en bonos

V = E + D valor total de la firma

E/E+D+DB = Proporción del patrimonio en el valor total de la firma

D/E+D+DB = Proporción de la deuda en el valor total de la firma

DB/E+D+DB = Proporción de la deuda en bonos en el valor total de la firma

Ks = Costo del patrimonio en pesos

Kd = Costo de la deuda

Kbonos = costo de la deuda en bonos

Para el año 2006 el costo accionario es de 20,44% y costo de capital es de 16,45%, para el año 2007 el costo del capital accionario se incrementa a un 21,14% lo que hace que también el costo de capital aumente a un 16,78% esto principalmente por un mayor valor de la tasa libre de riesgo y del costo de la deuda. Para el 2008 el costo del capital accionario y el costo del capital

aumentan principalmente por una mayor tasa libre de riesgo y mayores costo de la deuda Para el año 2009 el costo del capital accionario disminuye a 18,89% principalmente por un menor tasa libre de riesgo y un menor beta, lo que hace que el costo de capital también disminuya. Finalmente para el año 2010 el costo del capital accionario disminuye debido a una disminución sustancial en el beta.

4.4. COSTO DE CAPITAL METODOLOGIA APT

Tabla 8. Estimación coeficientes de riesgo

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,79090556
Coefficiente de determinación R ²	0,6255316
R ² ajustado	0,55531878
Error típico	2533,85144
Observaciones	20

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	3	171599638	57199879,2	8,90907912	0,00105394
Residuos	16	102726450	6420403,11		
Total	19	274326087			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	6408,64127	5869,77403	1,09180374	0,29108764	-6034,72372	18852,0063	-6034,72372	18852,0063
PIB	0,10884481	0,04122399	2,64032687	0,01781718	0,02145385	0,19623576	0,02145385	0,19623576
Inflación	-1631,6073	1212,14187	-1,34605307	0,19704857	-4201,23326	938,018669	-4201,23326	938,018669
DTF	430,688379	976,283634	0,44115087	0,66500691	-1638,94046	2500,31722	-1638,94046	2500,31722

Utilizando los datos de la Tabla 8 se realizó la prueba de significancia y el intervalo de confianza para los betas e interpretar ($t_{\alpha/2}$), encontrándose que el único Beta significativo es el correspondiente a la variable del PIB, el cual puede estar variando entre 0,1500688 y 0,06762082 como el cero no está incluido en este intervalo podemos decir que es significativo.

Tabla 9. Resultados de la Estimación de las Primas de Riesgo Modelo APT

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,39253684
Coefficiente de determinación R ²	0,15408517
R ² ajustado	-0,00452386
Error típico	0,14072089
Observaciones	20

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	3	0,05771269	0,01923756	0,9714779	0,43049768
Residuos	16	0,31683789	0,01980237		
Total	19	0,37455058			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,06346082	0,07328753	0,86591575	0,39933502	-0,09190179	0,21882344	-0,09190179	0,21882344
Prima PIB	0,52051437	2,03114859	0,25626602	0,80101122	-3,78532825	4,826357	-3,78532825	4,826357
Prima Inflación	-1,49733328	3,26734663	-0,45827194	0,65291995	-8,42379867	5,42913211	-8,42379867	5,42913211
Prima DTF	-0,45417176	0,32447726	-1,39970291	0,18069235	-1,14203282	0,23368929	-1,14203282	0,23368929

Como podemos observar en la Tabla 9 ninguna prima es significativa por lo que el modelo de las variables macroeconómicas se rechaza para Almacenes Éxito S.A.

Sin embargo en el anexo K se presentan los estimativos del costo accionario, la tasa libre de riesgo y el coeficiente significativo resultante del modelo APT.

4.5. COSTO DE LOS BONOS

En la Tabla 10 se presenta el costo promedio de los bonos emitidos por Almacenes Éxito S.A.

Tabla 10. Costo de los bonos Almacenes Éxito S.A.

Bono A DTF+2,5%TA

Bono B IPC+6%EA

Bono C 12,5% EA

Costo de Bono A

Conversión a tasa nominal

Año	DTF	2,5%TA	DTFNaTV	2,5%NaTV	Total NaTV	Efectiva anual
2006	6,27%	2,50%	6,13%	2,52%	8,64%	8,93%
2007	8,01%	2,50%	7,78%	2,52%	10,30%	10,70%
2008	9,74%	2,50%	9,40%	2,52%	11,92%	12,46%
2009	6,15%	2,50%	6,01%	2,52%	8,53%	8,81%
2010	3,66%	2,50%	3,61%	2,52%	6,13%	6,27%

Costo de Bono B

Año	IPC	6%EA	Costo
2006	4,48%	6%	10,75%
2007	5,69%	6%	12,04%
2008	7,67%	6%	14,14%
2009	2,00%	6%	8,12%
2010	3,17%	6%	9,36%

Costo de Bono C

Año	Costo
2006	12,50%
2007	12,50%
2008	12,50%
2009	12,50%
2010	12,50%

Promedio Costo de bonos

Año	Costo
2006	10,72%
2007	11,75%
2008	13,03%
2009	9,81%
2010	9,38%

DTF = Depósito a término fijo²¹
 IPC = Índice de precios al consumidor
 TA = Trimestre Anticipado
 EA = Efectiva anual
 naTV = nominal anual trimestre vencido

4.6. EFECTO DE LOS IMPUESTOS CORPORATIVOS SOBRE EL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA ALMACENES ÉXITO S.A.

4.6.1. Cálculo de las Tasas Impositivas

Tabla 11. Cálculo de las Tasas efectivas y marginales

	2005	2006	Variaciones
Impuestos pagados	43.056.148	28.007.483	-15.048.665
Utilidad antes de impuestos	110.903.849	151.183.530	40.279.681
Impuestos por pagar	35.348.133	42.335.764	6.987.631
		Tasa efectiva	23,15%
		Tasa marginal	17,35%
	2006	2007	Variaciones
Impuestos pagados	28.007.483	40.139.519	12.132.036
Utilidad antes de impuestos	151.183.530	171.131.586	19.948.056
Impuestos por pagar	42.335.764	46.669.312	4.333.548
		Tasa efectiva	25,99%
		Tasa marginal	82,54%

²¹ DTF son las iniciales de depósitos a término fijo. La DTF es una tasa o porcentaje muy utilizada, principalmente en el sistema financiero.

<http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/ayudadetareas/economia/econo96.htm>

	2007	2008	Variaciones
Impuestos pagados	40.139.519	4.894.428	-35.245.091
Utilidad antes de impuestos	171.131.586	158.216.920	256.129.086
Impuestos por pagar	46.669.312	44.429.824	-2.239.488
		Tasa efectiva	3,09%
		Tasa marginal	0
	2008	2009	Variaciones
Impuestos pagados	4.894.428	9.882.567	4.988.139
Utilidad antes de impuestos	158.216.920	157.184.982	260.546.404
Cambio Impuestos por pagar	44.429.824	60.441.541	16.011.717
		Tasa efectiva	16,47%
		Tasa marginal	8,06%
	2009	2010	Variaciones
Impuestos pagados	9.882.567	29.971.800	20.089.233
Utilidad antes de impuestos	157.184.982	284.429.147	134.811.164
Impuestos por pagar	60.441.541	59.837.864	-603.677
		Tasa efectiva	10,54%
		Tasa marginal	14,9%

Tabla12. Resumen Tasas Efectivas y tasas marginales.

Años	Tasa Nominal	Tasa efectiva	Tasa marginal
2006	35%	23,15%	17,35%
2007	34%	25,99%	82,54%
2008	33%	3,09%	0,00%
2009	33%	16,47%	8,06%
2010	33%	10,54%	14,90%

Teniendo en cuenta que la tasa de impuesto a la renta nominal por lo general no es igual a la tasa efectiva debido a que existen diferencias entre la utilidad contable y la renta gravable es necesario hacer una revisión de las principales diferencias que se presentan.

En el año 2006 la utilidad contable se ve disminuida principalmente por deducciones de diferencias entre el costo contable y fiscal de activos fijos vendidos por el efecto de saneamiento fiscal por valor de \$68.446 millones y por

deducción del 30% de la inversión en activos productores de renta por valor de \$82.711 millones. Además hubo un movimiento neto durante el año de los impuestos diferidos por valor de (\$16.275) millones debido al incremento en gastos provisionados, provisión de inversiones y de activos no deducibles incrementando los impuestos diferidos lo que disminuye también el impuesto a pagar. (Ver anexo L)

En el año 2007 la utilidad contable se ve disminuida principalmente por deducciones de diferencias entre el costo contable y fiscal de activos fijos vendidos por el efecto de saneamiento fiscal por valor de \$40.397 millones, Provisión de pasivos de años anteriores deducibles en el año actual por \$35.937 millones, por deducción del 40% de la inversión en activos productores de renta por valor de \$76.512 millones y por ingreso de indemnización por siniestro no pagado \$86,151 millones. El movimiento neto durante el año de los impuestos diferidos fue de \$11.618 millones disminuyendo los impuestos diferidos principalmente por el ingreso por indemnización no pagado del siniestro ocurrido en el 2007 (Incendio de almacenes) aumentando el impuesto a pagar. (Ver anexo M).

En el año 2008 la utilidad contable se ve disminuida principalmente por deducciones de diferencias entre el costo contable y fiscal de activos fijos vendidos por el efecto de saneamiento fiscal por valor de \$87.953 millones, Provisión de pasivos de años anteriores deducibles en el año actual por \$51.562, por deducción del 40% de la inversión en activos productores de renta por valor de \$136.980. Como podemos observar las deducciones son sustanciales lo que hace que resulte una pérdida en la renta líquida gravable.²² El movimiento neto

²² Estas altas deducciones podrían explicar la tasa efectiva baja de 3,09% que se presenta en este año.

durante el año de los impuestos diferidos fue de (\$20.701) millones aumentado principalmente por exceso de renta presuntiva. . (Ver anexo N).

En el 2009 la utilidad contable se ve disminuida principalmente por Diferencias entre el costo contable y fiscal de activos fijos vendidos por efecto de saneamiento fiscal por valor de \$63.757 millones, ingreso por método de participación de resultados por \$81.715 millones. En cuanto a los impuestos diferidos se ve incrementado principalmente por el exceso en renta presuntiva disminuyendo los impuestos por pagar. (Ver anexo N).

En el 2010 la utilidad contable se ve disminuida principalmente por deducción crédito mercantil Carulla adicional a lo contable \$155.094 millones, por recuperación de provisión de activos y deducción de 40% de la inversión en activos productores de renta por \$51452 millones. En cuanto a los impuestos diferidos se incrementan nuevamente por el exceso en renta presuntiva por valor de \$17,864 millones, gastos provisionados no deducibles por \$12.330 millones y provisiones de otros activos no deducibles disminuyendo los impuestos a pagar. (Ver anexo O):

Teniendo en cuenta que la estrategia de expansión de Almacenes Éxito S.A. comenzó en el año 2006, hubo cambios sustanciales con respecto al 2005 debido al comienzo de dicha estrategia. (Ver anexo L) Entre el 2006 y 2007 se presenta una tasa marginal del 82,54% causada por un mayor valor de impuestos por pagar de 43% respecto al año anterior generado por un ingreso por indemnización no pagado ²³ y un incremento mucho menor en las utilidades de solo el 13%. En el 2008 la empresa se benefició de unas altas deducciones lo que hizo que su tasa marginal llegará a valores negativos. En el 2009 y 2010 las tasas marginales se consideran sin cambios importantes.

²³ siniestros por los ocurridos en el almacén EXITO Fontibón en la ciudad de Bogotá y Centro de Distribución Vegas en el municipio de Envigado

4.6.2. Aplicación de los impuestos al costo accionario y costo de capital.

Tabla 13. Costo de capital con impuestos nominales

	2006	2007	2008	2009	2010
D/E	42,41%	60,09%	30,04%	12,38%	0,00%
DB/E	17,51%	6,61%	6,61%	4,58%	9,80%
Ko	20,44%	21,14%	23,04%	18,89%	13,75%
t	35,00%	34,00%	33,00%	33,00%	33,00%
1-t	0,65	66,00%	67,00%	67,00%	67,00%
Kd	9,41%	10,08%	11,30%	11,60%	11,60%
Kbonos	10,72%	11,75%	13,03%	9,81%	9,38%
Ko-Kd	11,03%	11,06%	11,74%	7,29%	2,15%
Ko-Kbonos	9,72%	9,39%	10,01%	9,08%	4,37%
Kd(1-t)	6,12%	6,65%	7,57%	7,77%	7,77%
Kbonos(1-t)	6,97%	7,76%	8,73%	6,57%	6,28%
Ks	24,58%	25,94%	25,85%	19,77%	14,03%
Ck	17,76%	18,27%	21,00%	17,99%	13,34%

E = Valor de los recursos propios o patrimonio

D = Valor de la deuda

DB = Valor de la deuda en bonos

D/E = Proporción de la deuda en el valor total del patrimonio

DB/E = Proporción de la deuda de los bonos en el valor total de la firma

Ko = costo del patrimonio de una empresa sin deuda

Ks = Costo del patrimonio de una empresa con deuda

Kd = Costo de la deuda

Kbonos = costo de la deuda en bonos

t = Tasa impositiva

CK = Costo de capital

Para los períodos en que la empresa tiene deuda el costo accionario aumenta debido al mayor riesgo que corren los accionistas, para los años en que la empresa disminuye en gran proporción la deuda o no existe el costo accionario disminuye sustancialmente.

El costo de capital en los años 2006 a 2009 aumento con el efecto de los impuestos, siendo contrario a lo que esperábamos debido al alto nivel de apalancamiento que posee la empresa en este momento, lo que hizo que el riesgo aumentara y por lo tanto el costo accionario aumentara en mayor proporción de tal manera que no alcanza a ser compensado por el beneficio tributario de la deuda. Para el año 2010 disminuye el costo de capital con el efecto de los impuestos, compensado por el beneficio tributario.

Tabla 14. Costo de capital con impuestos efectivos

	2006	2007	2008	2009	2010
D/E	42,41%	60,09%	30,04%	12,38%	0,00%
DB/E	17,51%	6,61%	6,61%	4,58%	9,80%
Ko	20,44%	21,14%	23,04%	18,89%	13,75%
t	23,15%	25,99%	3,09%	16,47%	10,54%
1-t	0,77	0,74	0,97	0,8353	0,8946
Kd	9,41%	10,08%	11,30%	11,60%	11,60%
Kbonos	10,72%	11,75%	13,03%	9,81%	9,38%
Ko-Kd	11,03%	11,06%	11,74%	7,29%	2,15%
Ko-Kbonos	9,72%	9,39%	10,01%	9,08%	4,37%
Kd(1-t)	7,23%	7,46%	10,95%	9,69%	10,38%
Kbonos(1-t)	8,24%	8,70%	12,63%	8,19%	8,39%
Ks	25,34%	26,52%	27,10%	19,99%	14,13%
Ck	18,66%	18,94%	22,85%	18,44%	13,62%

El costo accionario aumenta en mayor proporción que con los impuestos nominales ya que las tasas efectivas son más bajas.

El costo de capital también aumenta en mayor proporción con las tasas efectivas en prácticamente todo el período de estudio con el efecto de los impuestos efectivos debido a que la tasa de impuestos es más baja que la nominal y no alcanza a ser compensado por el beneficio tributario en los períodos que hay deuda.

5. CONCLUSIONES

La principal estrategia de Almacenes Exito S.A. es la expansión de infraestructura comercial, como aperturas, conversiones de marca, actualizaciones y reformas, para lograrlo ha buscado la maximización de sinergias resultantes de fusiones y alianzas, tales como la fusión con Carrulla-Vivero y actualmente la alianza con Cafam.

Almacenes Éxito S.A. comenzó su estrategia de expansión en el año 2006 con la fusión de Carrulla-Vivero, buscando penetrar en otras regiones y segmentos de mercado, posicionando sus marcas y de esta forma continuar fortaleciendo su liderazgo en el sector a la vez que aumenta su rentabilidad. Esta estrategia ha estado acompañada de una política financiera eficiente y efectiva la cual consiste en la reducción de sus activos principalmente de sus inventarios y cuentas por cobrar, como también de la venta de activos como locales comerciales y centros de distribución, liberando caja lo que le ha permitido amortizar deuda y contar con efectivo para su estrategia de expansión. Además, mejorar su posición en su estructura financiera mediante un programa de disminución de deuda que le permita obtener excelentes indicadores de liquidez, solvencia y endeudamiento

abriendo cupo para posibles nuevas emisiones en el mercado de capitales o en el sistema financiero y así afrontar la competencia extranjera.

Se puede decir que Almacenes Éxito S.A. está cumpliendo con su objetivo de continuar siendo la empresa líder del sector comercio al por menor y aumentar su rentabilidad. Esto como resultado de la gran expansión la maximización de sinergias y de un mayor aprovechamiento de sus activos que hace que su rentabilidad aumente generando mayores utilidades como lo pudimos observar en el 2010.

Para el caso Almacenes Éxito S.A. principalmente en el 2008 se obtuvo un beta alto causado por un mayor riesgo del mercado como consecuencia de la crisis financiera mundial, luego en los años 2009 y 2010 se observa una disminución del riesgo debido a la superación de la crisis.

Los factores comunes utilizados en la metodología APT fueron las variables macroeconómicas, Producto interno bruto, Inflación y Tasa de interés, de las cuales el PIB es la única variable que explica el comportamiento del costo accionario. Al estimar las primas de riesgo ninguna resulto significativa. Por lo que la metodología APT utilizando las variables macroeconómicas se rechaza como un todo para el caso de Almacenes Éxito S.A. Al presentar los estimativos del costo accionario con el coeficiente del PIB los resultados son más altos que en el modelo CAPM permitiéndonos observar el efecto que tiene la situación económica del país en las rentabilidades de Almacenes Éxito S.A.

Al replantear la proposición I de Modigliani y Miller 1958 con la proposición I de Modigliani y Miller 1963 se infiere que a medida que la empresa se endeuda su valor aumenta debido a que el ahorro fiscal obtenido es mayor. Para el caso Almacenes Éxito S.A. en el período de estudio se pudo observar que los mayores beneficios tributarios obtenidos fueron por tratamientos tributarios especiales y no por la financiación con deuda los cuales fueron mínimos. Entre los tratamientos

tributarios especiales está la Ley 1111 de 2006 entre otros, lo que se deduce con las bajas tasas efectivas calculadas. Los beneficios tributarios obtenidos por Almacenes Éxito S.A. han sido en parte el resultado de su estrategia de expansión de activos la cual fue desarrollada en este período por la adquisición de Carulla Vivero.

La Proposición II de Modigliani y Miller 1958 relaciona directamente el rendimiento esperado sobre el capital social de una firma apalancada con el nivel de endeudamiento, haciendo que el costo de los recursos propios aumente debido al mayor riesgo en que se incurre, anulando las economías obtenidas por el mayor valor de deuda lo que hace que el costo del capital se mantenga constante. Al incluir los impuestos con la proposición de MM 1963 se concluye que a medida que se incrementa la financiación por deuda, el costo de los recursos propios se incrementa en menor proporción que el incremento de la deuda y el costo de la deuda se ve disminuido por la tasa impositiva debido a la deducción de impuestos de tal manera que el costo de capital disminuye indicándonos que el mayor valor de la empresa se encuentra cuando está financiada 100% con deuda. Para el caso Almacenes Éxito S.A. al incluir los impuestos en el costo de los recursos propios y recursos obtenidos por deuda no disminuye el costo de capital debido al nivel de apalancamiento que posee la empresa en este momento, lo que hizo que el riesgo aumentara y por lo tanto el costo accionario aumentara en mayor proporción de tal manera que no alcanza a ser compensado por el beneficio tributario de la deuda.

Para dar respuesta a la pregunta del presente estudio ¿Cuál es el efecto de los impuestos corporativos en el costo de capital del caso Almacenes Éxito S.A. período 2006 - 2010? Encontramos que el efecto de los impuestos corporativos en el costo de capital de Almacenes Éxito S.A. período 2006 – 2010 no genera una disminución en el costo de capital.

Almacenes Éxito S.A. no tiene un beneficio en el costo de capital obtenido de la financiación con deuda, por lo que el incentivo para Almacenes Éxito S.A. de buscar financiación con deuda son sus decisiones de inversión. Como lo pudimos observar con su estrategia de expansión en infraestructura comercial incrementando la rentabilidad y flujos de caja. Podríamos decir que es coherente con la Proposición I de MM 1958 que dice: “el valor de la empresa depende de sus rendimientos esperados descontados a una tasa k y no a su estructura de financiación”. Es decir Almacenes Éxito S.A. está aumentando el valor de la empresa principalmente desde los rendimientos esperados y no desde la disminución de la tasa k .

Almacenes Éxito S.A. a medida que aumenta su financiación con recursos propios el costo de capital disminuye, debido a que el riesgo representado en el coeficiente beta disminuye por la favorable situación de la economía y también disminuye la tasa libre de riesgo obteniéndose un costo de los recursos propios bastante bajo, volviéndose un recurso no tan costoso. Lo que posiblemente podría explicar sus continuas financiaciones con acciones. Además parece que la dirección de la empresa tiene cierta aversión al riesgo generado por la deuda ya que en uno de los informes dice el gerente: "queremos lograr la mayor rentabilidad pero con prudencia", lo cual también podría ser causado por la gran relación que tiene Almacenes Exito S.A. con la situación económica del país.

La metodología de caso permite observar la forma como se libera caja y se mejoran los flujos de efectivo sin ir en detrimento de la operación de la empresa, aumentando la rentabilidad operativa y disminuyendo la necesidad de financiación externa.

El presente estudio ilustra la forma como se gestiona las decisiones en un caso relevante del sector comercio al por menor en Colombia como es Almacenes Éxito S.A.

Lo que podrían tomar empresas del sector e incluso de otros sectores de la gestión de Almacenes Éxito es la habilidad para buscar fusiones y alianzas por medio de las cuales maximiza sinergias y no trabajar de forma individual. Otro aspecto a tomar es la forma prudente en la que desarrolla su estrategia asegurando con diversidad de acciones los flujos de caja futuros minimizando el riesgo para sus propietarios y así llevar a cabo sus objetivos. Así mismo, el uso de financiación por medio del mercado de capitales que en los últimos años ha tenido un desarrollo importante.

Una de las limitaciones del estudio es las mínimas notas de contabilidad, con que se contaban del caso Almacenes Éxito S.A.

En cuanto a la metodología APT utilizada, su principal ventaja es que nos permite incluir otros tipos de riesgo sistemático diferentes al del mercado. Una de sus limitantes son que los factores de estos otros riesgos sistemáticos no están definidos por lo que existen diferentes versiones dependiendo de cuál tiene mayor capacidad para reproducir el comportamiento de la rentabilidad de los activos.

Una de las líneas de investigación que se desprenden del presente estudio son los beneficios tributarios por la financiación de emisiones de acciones en bolsa y de cómo incrementar la profundización del mercado de capitales colombiano, de tal manera que se logre un aporte a la mejora en la estructura de financiación de las empresas. También sería relevante estudiar los efectos que ha tenido las reformas tributarias, deducciones, exenciones, descuentos y tarifas diferenciales en los últimos años para el país. Otra línea de investigación podría ser la estimación de betas de empresas o sectores en Colombia y de la prima de mercado de manera que obtengamos datos más acordes a nuestro contexto.

BIBLIOGRAFIA

Anaya, Héctor. (2006). Análisis Financiero Aplicado y Principios de Administración Financiera. Universidad Externado de Colombia.

Garcia, O. (2003). Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA. Calí: Prensa Moderna Impresores S.A.

Garcia, O. (2009). Administración Financiera. Cali: Prensa Moderna Impresores S.A.

Gitman, L. (2007). Principios de Administración Financiera. México. Pearson.

Fuentes, R., Gregoire, J., Zurita, S., (2005). "Factores Macroeconómicos en Retornos Accionarios Chilenos", en banco Central de Chile, documentos de Trabajo, numero 316.

Kaffury, Mario. (1989). Administración Financiera. Universidad Externado de Colombia. Bogotá.

Modigliani, F. y Miller, M. (1958). " The Cost of Capital, and H. Miller Corporation Finance and the Theory of Investment", en The American Economic Review, volumen .48, numero3.

Modigliani, F. y Miller, M. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", en The American Economic Review, volumen. 53 , numero

Rivera, Jorge, s.f. "Teoría sobre la Estructura de Capital", en Estudios Gerenciales.

Ross, S. Westerfield, R. y Jaffe, J. (2003). Finanzas Corporativas. México: Mc Graw Hill.

Ryan, Scapen, & Theobald (2004). Metodología de la investigación en Finanzas y Contabilidad Cap. 8: Estudios de casos.

Meza, Jhonny, (2004). Matemáticas Financieras Aplicadas. Bogotá: Ecoe Ediciones

Salas, Rafael, Gutiérrez, Juan; Vélez, Ignacio. (2011). Valor de los Ahorros en Impuestos por Deuda en Colombia: Un estudio empírico. Cartagena.

Superintendencia de Valores. (1998). El costo de capital en las Empresas Colombianas y el Efecto de la Tributación. Documento Herrera S. y Mora H. Santa Fé de Bogotá. Antares Editores S.A.

Infografía

Almacenes Éxito. (Junio 2011). Historia Almacenes Éxito. Recuperado el 20 de Junio de 2011 del sitio web de Almacenes Éxito.

<http://www.exito.com/?gclid=CNPUgMnj06sCFY1S7AodnCTvPQ>

Bolsa y Renta. (Junio 2011). Estrategias Almacenes Éxito. Recuperado el 20 de Julio de 2011 del sitio web de Bolsa y Renta.

<https://bolsayrenta.com/formas/592/20071026%2520Bolsa%2520y%2520Renta%2520-%2520Informe%2520Iniciacion%2520Almac>

Banco de la República. (Junio 2011). Tasas de colocación. Recuperado el 27 de junio de 2011 del sitio web del banco de la República.

http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_tas_inter5.htm

Banco de la República. (Junio 2011). Tasas de captación. Recuperado el 27 de junio de 2011 del sitio web del banco de la República.

http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_tas_inter_capt_sem_men.htm

Damodaran Online.(Junio 2011).Historical Returns on Stocks, bonds and bills United States. Recuperado el 29 de Junio de 2011 del sitio web de Damodaran:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

DamodaranOnline.(Junio 2011).Levered and Unlevered betas by industry.Recuperado el 29 de Junio de 2011 del sitio web de Damodaran:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

DamodaranOnline.(Junio 2011).Estimating Country Risk Premium.Recuperado el 29 de Junio de 2011 del sitio web de Damodaran:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (Junio 2011). Producto Interno Bruto. Recuperado el 27 de Junio de 2011 del sitio web del DANE:

http://www.dane.gov.co/daneweb_V09/index.php?option=com_content&view=article&id=128&Itemid=85

Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (Junio 2011). Índice de precios al consumidor variación anual. Recuperado el 27 de Junio de 2011 del sitio web del DANE:

http://www.dane.gov.co/daneweb_V09/index.php?option=com_content&view=article&id=348&Itemid=76

Estatuto tributario (Julio 2011). Tasas de Impuestos y deducciones. Recuperado el 20 de Julio de 2011 del sitio web de del Estatuto tributario.

<http://estatutotributario.com/contenido.htm>

Fedeleasing.(Julio 2011). Aspectos Generales Del Leasing Operativo. Recuperado el 23 de Julio de 2011 del sitio web de Fedeleasing

http://www.fedeleasing.org.co/l_operativo.htm

Grupo Aval. (Junio 201). Precios de las acciones de Almacenes Éxito S.A. 2006 - 2010. Recuperado el 27 de Junio de 2011 del sitio web del Grupo Aval:

https://www.grupoaval.com/portal/page?_pageid=33,115460184&_dad=portal&_schema=PORTA

Interbolsa. (Junio 2011). Investigaciones económicas. Recuperado el 20 de Julio de 2011 del sitio web de Interbolsa.

<http://www.interbolsa.com/adminContenidos/web/interbolsa//interbolsa/investigacion>

Superintendencia de Sociedades. (Junio 2011). Estados financieros. Recuperado el 20 de junio de 2008 del sitio web de la Supersociedades:

<http://www.supersociedades.gov.co/ss/drvisapi.dll?Mlval=ppal>.

A. Anexo: Ejemplo Proposición I Modigliani y Miller 1963

La empresa A tiene una tasa fiscal (T) de 35% y unas utilidades antes de intereses e impuestos (UAI) de 2 millones de pesos. La totalidad de sus utilidades después de impuestos se pagan en forma de dividendos. La empresa está considerando dos alternativas de estructura de capital. En el plan I estaría financiada totalmente por recursos propios en el Plan II tendría una deuda (D) de \$400.000.000 el costo de la deuda K_d , es del 10%.

		Plan I	Plan II
Utilidades antes de interés e impuestos	UAI	\$1.000000	\$1.000000
Intereses	$D \cdot K_d$	0	(\$400.000)
Utilidades antes de impuestos	$UAI - D \cdot K_d$	\$1.000000	\$600.000
Impuesto	$T = 0,35$	\$350.000	\$210.000
Utilidades después de impuestos	$(UAI - D \cdot K_d) \cdot (1 - T)$	\$650.000	\$390.000
Flujos de efectivo para accionistas y acreedores)	$UAI \cdot (1 - T) + T \cdot D \cdot K_d$	\$650.000	\$790.000

Teniendo en cuenta que las utilidades después de impuestos son los flujos de efectivo para los accionistas en forma de dividendos y los intereses son el flujo de efectivo para los acreedores, podemos observar que ese flujo de efectivo para los propietarios de la empresa (accionistas y acreedores) son mayores en el plan II que en el plan I por una diferencia de \$140.000 (\$790.000-650.000), la cual resulta del menor valor de los impuestos en el plan II (\$210.000) que en el plan I (\$350.000). Esta diferencia resulta por que el valor de los intereses está exento de la tasa fiscal.

Entonces podríamos decir que la base gravable de la empresa en el Plan I financiada totalmente con recursos propios corresponde a su UAI y los impuestos a $UAI * T$. Las utilidades después de impuestos (dividendos) son iguales a $UAI * (1 - T)$.

Para el plan II con una estructura de capital apalancada la base gravable es $UAI - D * Kd$ y el valor de los impuestos de $T * (UAI - D * Kd)$. Entonces los flujos para los accionistas corresponderían a:

$$UAI - D * Kd - T * (UAI - D * Kd) = (UAI - D * Kd) * (1 - T)$$

En resumen los flujos de efectivo que reciben los propietarios de la empresa (accionistas y acreedores) son:

$$UAI * (1 - T) + T * D * Kd$$

En donde los flujos de efectivo dependen de la cantidad financiada mediante deuda.

Si comparamos los flujos de efectivo del Plan I con el Plan II cuando la empresa esta apalancada, se concluye que la única diferencia se relaciona con $T * D * Kd$ que es el flujo de efectivo adicional que reciben los inversionistas en el plan II. Calculemos esta diferencia para nuestro ejemplo:

$$T * D * Kd = 0,35 * 4.000.000 * 0,1$$

$$T * D * Kd = \$140.000$$

Esta diferencia es lo que se llama ahorro fiscal por la deuda que asume la empresa.

B. Anexo: Derivación de formulas

$$UAI_{VL} = UAI(1 - T_C) + T_C K_d D \text{ o sea que}$$

$$UAI_{VL} - T_C K_d D = UAI(1 - T_C) \text{ si se reemplaza en}$$

$$V_L = \frac{UAI_{VL}(1 - T_C)}{K_O} + \frac{T_C K_d D}{K_d}$$

y si ambos términos se multiplican por K_O y se dividen por V_L se llega a que el costo de capital medio ponderado es igual a:

$$\frac{UAI_{VL}}{V_L} = K_O - T_C(K_O - K_d) \frac{D}{V_L}$$

si se toma la ecuación anterior (Proposición I) y se reemplaza UAI_{VL} por $UODI + K_d D$ y V_L por $S_L + D_L$ se encuentra que el costo de capital propio es igual a:

$$\frac{UODI}{S_L} = K_O + (1 - T_C)(K_O - K_d) \frac{D_L}{S_L} \text{ donde}$$

$$\frac{UODI}{S_L} = \text{es el costo de capital propio de una empresa apalancada}$$

entonces

$$k_s = k_o + \frac{D}{E}(1 - T_C)(k_o - k_d)$$

C. Anexo: Oferta de Bonos Ordinarios 2006

LA OFERTA DE BONOS ORDINARIOS	
CLASE DE TÍTULO:	Bonos Ordinarios
LEY DE CIRCULACIÓN:	A la Orden
MONTO DE LA EMISIÓN:	Doscientos mil millones de pesos (\$200,000,000,000)
NÚMERO DE BONOS:	Doscientos mil Bonos Ordinarios (200,000)
NÚMERO DE SERIES:	Tres series (A, B y C)
VALOR NOMINAL:	\$1'000.000
VALOR MÍNIMO DE INVERSIÓN:	\$10.000.000.00 No podrán realizarse operaciones, en mercado primario ni en mercado secundario, por debajo de este límite.
PLAZO DE VENCIMIENTO:	Serie A: 5 años a partir de la fecha de emisión. Serie B: 5, 7 y 10 años a partir de la fecha de emisión. Serie C: 5 años a partir de la fecha de emisión.
BOLSA DE VALORES:	Los títulos estarán inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia S.A.
ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN:	La presente emisión será totalmente desmaterializada y administrada por Deceval S.A. En consecuencia, los adquirientes de los títulos renuncian a la posibilidad de materializar los Bonos Ordinarios emitidos.
REPRESENTANTE LEGAL DE TENEDORES DE BONOS:	Fiduciaria de Occidente S.A.
RENDIMIENTO MÁXIMO:	SERIE A: Hasta DTF + 2.5% T.A. SERIE B: Hasta IPC + 6.0% E.A. SERIE C: Hasta 12.5% E.A.
CALIFICACIÓN:	Duff & Phelps de Colombia S.A. otorgó una calificación de AAA. Ver numeral 1.1.7

D. Anexo: Emisión de Acciones 2007

LA OFERTA DE ACCIONES ORDINARIAS	
Clase de Título Ofrecido:	Acciones ordinarias.
Número de Acciones a Emitir:	Veinticuatro millones setecientos mil (24,700,000) Acciones Ordinarias.
Valor nominal por acción:	Diez pesos (\$10.00) M/L Colombiana.
Precio de Suscripción:	Diez mil quinientos pesos (\$10,500) M/L Colombiana.
Ley de Circulación:	Nominativas.
Destinatarios de la Oferta:	(a) Actuales Accionistas y (b) Público en General. Según las condiciones descritas en el numeral 1.1.5 del presente Prospecto.
Inversión Mínima:	Primera vuelta: inversionistas (a) una acción. Segunda vuelta: inversionistas (a) una acción. Tercera vuelta: inversionistas (a) y (b) cuatrocientas setenta y seis acciones.
Mercado al que se dirige:	La oferta de las acciones de que trata el presente Prospecto de Información se dirigirá al Mercado Principal.
Modalidad de inscripción:	Las acciones objeto de la oferta de que trata el presente Prospecto han sido inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores.
Valor Intrínseco de la Acción:	31/12/2002: \$ 8,415.15 31/12/2003: \$ 8,417.12 31/12/2004: \$ 8,827.10 31/12/2005: \$ 9,601.13
Bolsa de Valores:	Los títulos están inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia S.A.
Plazo de Suscripción:	Primera vuelta: Quince (15) días hábiles, que se contarán a partir de la fecha en que se publique el primer aviso de oferta. Segunda vuelta: Cinco (5) días hábiles, contados a partir del tercer día hábil siguiente de la terminación del plazo de la primera vuelta.

E. Anexo : Análisis Horizontal y Estados Financieros Almacenes Éxito S.A: 2006 – 2007

BALANCE GENERAL ALMACENES ÉXITO S.A. Miles de pesos

Análisis Horizontal 2007 - 2008	2.006	2.007	2008	2009	2010
Caja	21.873.496	34.475.221	79.368.817	51.607.679	64.940.627
Bancos	97.784.631	80.833.896	40.956.362	149.519.805	44.547.804
Cuentas de ahorro	6.356.553	4.629.800	61.199.498	192.188.118	404.898.234
SUBTOTAL DISPONIBLE	126.014.680	161.607.197	181.524.677	392.315.602	514.386.665
INVERSIONES A CORTO PLAZO	106.484.671	341.926.811	220.528.000	240.626.336	274.451.927
Cientes	48.776.324	52.919.458	50.042.785	61.446.876	36.426.134
Cuentas por cobrar a Casa Matriz		23.646	71.592	71.592	71.592
Cuentas por cobrar a Vincu.Económicos		69.988.806	10.871.259	9.930.023	21.674.692
Anticipos y avances	1.113.638	1.560.997	824.112	390.364	1.078.329
Ingresos por cobrar CP	6.126.539	7.160.501	8.443.329	13.319.157	14.781.036
AnticImptos y Contrib o Saldos a favor	1.492.897	42.196.324	49.408.538	59.533.990	57.534.216
Reclamaciones (CP)	1.903	86.245.370	36.930.434		
Cuentas x Cobrar a trabajadores(CP)	441.090	1.154.366	1.616.434	4.683.774	2.610.441
Deudores varios (CP)	39.685.730	43.945.752	90.106.746	81.663.449	293.546.591
provisiones (CP)	3.263.042	5.082.170	7.989.335	7.754.891	72.396.025
SUBTOTAL DEUDORES CORTO PLAZO	94.375.079	300.113.050	240.325.894	223.284.334	355.327.006
Materias Primas					3.050.837
Productos en Proceso					1.430.936
Productos Terminados					1.022.235
Mcias no Fabricadas por la empresa	507.021.529	719.018.372	886.770.443	778.522.000	807.192.558
Materiales Repuestos y accesorios	5.924.382	7.641.074	14.700.693	15.272.968	21.757.456
Envases y empaques					2.335.666
Inventarios en Tránsito	19.721.347	21.731.215	30.827.361	13.508.763	19.257.349

provisiones (CP)	12.892.901	16.422.912	19.279.061	21.666.940	33.438.998
SUBTOTAL INVENTARIOS	519.774.357	731.967.749	913.019.436	785.636.791	822.608.039
Gastos pagados xAnticipado CP	10.824.252	34.836.156	7.821.412	7.821.278	11.444.772
Cargos Diferidos CP	19.682.273	34.373.068	47.381.346	18.731.874	30.149.570
SUBTOTAL DIFERIDOS	30.506.525	69.209.224	55.202.758	26.553.152	41.594.342
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	877.155.312	1.604.824.031	1.610.600.765	1.668.416.215	2.008.367.979
INVERSIONES LP	220.173.511	633.723.614	704.891.779	936.731.847	172.007.593
anticipos y Avances (LP)	7.994.228	18.302.265	7.468.240	10.088.010	6.718.683
Promesa de Compraventa (LP)	5.580.219	5.531.650	13.017.447	14.668.496	10.883.351
Deudores varios (LP)	35.507.228	35.315.673	37.025.724	34.184.858	33.971.329
SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO	49.081.675	59.149.588	57.511.411	58.941.364	51.573.363
PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO NETO	1.638.855.718	1.597.026.264	1.872.404.388	1.793.714.193	2.050.849.594
Crédito Mercantil	8.398.654	698.139.583	698.446.318	1.006.658.885	1.021.114.370
Marcas	3.417.195	3.460.695	3.460.695	3.460.695	32.363.247
Concesiones y franquicias	685.452	685.452	685.452		
Derechos	3.891.698	95.135.201	103.274.651	29.000.916	54.619.325
Amortización acumulada	10.584.275	38.902.795	60.027.919	62.314.602	103.164.026
SUBTOTAL INTANGIBLES	5.808.724	758.518.136	745.839.197	976.805.894	1.004.932.916
Gastos pagados xAnticipado LP		10.368.392	10.356.556	9.467.728	8.578.900
Cargos Diferidos LP	80.872.311	112.962.291	166.146.307	176.849.258	218.045.435
Cargos por correcmonet diferida LP	10.420.792	9.522.283	8.468.354	5.666.555	4.609.457
SUBTOTAL DIFERIDOS	91.293.103	132.852.966	184.971.217	191.983.541	231.233.792
Bienes de Arte y cultura	243.006	285.331	285.331	285.331	285.331
SUBTOTAL OTROS ACTIVOS	243.006	285.331	285.331	285.331	285.331
De inversiones	(15.538.989)	(11.330.385)	13.449.188	9.525.889	25.872.052
De propiedades planta y equipo	733.094.512	811.306.905	747.658.087	755.078.689	1.095.215.735

De otros Activos		30.302.000			
SUBTOTAL VALORIZACIONES	717.555.523	830.278.520	761.107.275	764.604.578	1.121.087.787
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2.723.011.269	4.011.834.419	4.327.010.598	4.723.066.748	4.631.970.376
TOTAL ACTIVO	3.600.166.575	5.616.658.451	5.937.611.362	6.391.482.963	6640338355
OBLIGACIONES FINANCIERAS (CP)	171.940.799	35.878.530	476.458.000	231.718.366	357.294.285
PROVEEDORES	476.531.884	677.576.325	966.139.765	1.040.292.174	1.098.496.166
A Compañías vinculadas (CP)	3.130.279	55.468.028	119.388.000	204.375.376	866.154
A contratistas (CP)	36.000.016	23.015.682	21.078.855	1.539.832	30.096.102
Ordenes de compra x Utilizar	11.057.621	16.819.010	17.685.671	19.442.517	24.297.253
Costo y Gastos x pagar CP	102.107.962	134.684.688	138.153.000	110.790.266	161.043.488
Dividendos o participación por pagar	16.283.304	595.283	17.568.329	4.731.545	20.714.640
Retención en la fuente	6.555.014	8.613.169	10.883.939	9.713.778	11.061.031
Impuesto a las ventas retenido	4.430.486	4.885.179	5.170.083	5.400.337	7.068.136
Impuesto de industria y comercio retenido	455.963	651.437	933.539	1.159.461	1.422.850
Retenciones y aportes de nomina	7.396.509	6.292.991	7.592.487	11.270.284	15.264.805
Acreedores varios (CP)	606.865	616.865	606.865	606.865	606.865
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CP	188.024.019	251.632.332	339.060.768	369.030.170	272.441.324
IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	42.335.764	46.669.312	44.429.824	60.441.541	59.837.864
OBLIGACIONES LABORALES CP	31.043.640	26.643.571	28.263.544	31.682.142	46.814.981
Para Costos y Gastos	39.953.359	57.225.796	46.142.331	30.743.696	42.522.011
Para obligaciones laborales	2.505.933	2.955.652	32.757	43.961	168.802
Pensiones de jubilación	4.164.935	3.488.001	3.013.938	2.513.590	3.079.279
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	46.624.227	63.669.449	49.189.026	33.301.247	45.770.092
Anticipos y avances recibidos CP	1.620.030	1.933.264	2.089.577	2.171.971	2.341.906
Depositos recibidos (CP)	3.923.619	7.770.535	3.282.003	872.607	2.838.665
Ingresos recibidos para terceros (CP)	6.978.155	3.681.963	8.428.817	9.844.786	6.899.842
SUBTOTAL OTROS PASIVOS CP	12.521.804	13.385.763	13.800.397	12.889.364	12.080.413

88 EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS SOBRE EL COSTO DE CAPITAL: ESTUDIO
DE UN CASO EN COLOMBIA –ALMACENES ÉXITO S.A. PERIODO 2006 -
2010

Título de la tes

Bonos en circulación					30.350.000
SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES					30.350.000
TOTAL PASIVO CORRIENTE	969.022.137	1.115.455.282	1.917.341.324	1.779.355.004	1.923.085.125
OBLIGACIONES FINANCIERAS (LP)	254.363.930	955.290.250	477.506.539	283.663.944	
A Compañías Vinculadas (LP)			182		
Costo y Gastos x pagar LP	16.280.501		413		
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR LP	16.280.501		595		
OBLIGACIONES LABORALES LP	527.036	365.463	510.076	732.232	574.619
Pensiones de jubilación LP	10.593.165	9.870.997	9.466.409	9.523.016	16.843.961
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES LP	10.593.165	9.870.997	9.466.409	9.523.016	16.843.961
Crédito x Correc. Monetaria Diferida LP	15.791.033	14.415.314	12.486.255	8.355.113	6.796.463
Impuesto Diferido (LP)	3.940.463	31.219.819	2.644.213		8.371.227
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP	19.731.496	45.635.133	15.130.468	8.355.113	15.167.690
Avances y Anticipos Recibidos (LP)			18.688.684	41.730.729	42.795.314
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP			18.688.684	41.730.730	42.795.314
Bonos en circulación (LP)	105.000.000	105.000.000	105.000.000	105.000.000	224.650.000
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	406.496.128	1.116.161.843	626.302.772	449.005.035	300.031.584
TOTAL PASIVO	1.375.518.265	2.231.617.125	2.543.644.096	2.228.360.039	2.223.116.709
Capital Suscrito y pagado	2.095.630	2.842.630	2.842.630	3.338.098	3.339.695
SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	2.095.630	2.842.630	2.842.630	3.338.098	3.339.695
Prima en coloc. Acc. Cuotas partes de int s	597.630.614	1.586.806.477	1.586.806.477	2.288.213.427	2.289.589.024
Superavit Metodo e Participación	1.958.695	20.173.834	34.390.948	40.286.891	(11.070.048)
SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL	599.589.309	1.606.980.311	1.621.197.425	2.328.500.318	2.278.518.977
RESERVAS	161.298.946	214.386.842	277.398.389	362.560.360	429.901.013

REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	613.120.280	591.748.380	570.376.480	549.004.580	321.727.621
RESULTADOS DEL EJERCICIO	23.176.047	130.992.067	153.322.491	147.302.415	252.833.979
UTILIDADES ACUMULADAS		7.812.575	7.812.575	7.812.575	7.812.575
Derechos Contingentes	1.494.678.280	1.025.893.737	831.647.578	435.359.420	257.568.946
Deudoras Fiscales	552.597.699	672.574.837	787.059.697	1.192.664.155	540.891.818
Deudoras de Control	1.107.385.818	1.472.782.362	1.697.121.994	2.049.045.779	2.677.289.731
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	7.812.575	7.812.575	7.812.575	7.812.575	7.812.575
SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	717.555.523	830.278.521	761.107.276	764.604.578	1.121.087.787
TOTAL PATRIMONIO	.224.648.310	3.385.041.326	3.393.967.266	4.163.122.924	4.417.221.647
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	.600.166.575	5.616.658.451	5.937.611.362	6.391.482.963	6.640.338.356

Estado de Resultados ALMACENES ÉXITO S.A.	2006	2007	2008	2009
Ingresos operacionales	4.260.315.903	4.878.286.503	5.930.680.086	6.970.665.639
MENOS: Costos De Ventas y De Prestación De Servicios	3.216.996.460	3.681.607.117	4.477.871.614	5.257.310.763
UTILIDAD BRUTA	1.043.319.443	1.196.679.386	1.452.808.472	1.713.354.876
MENOS: Gastos Operacionales De Administración	104.043.993	133.581.181	158.918.325	188.810.220
MENOS: Gastos Operacionales De Ventas	770.844.027	855.740.833	1.096.330.379	1.379.914.508
UTILIDAD OPERACIONAL	168.431.423	207.357.372	197.559.768	144.630.148
MAS: Ingresos No Operacionales	168.377.816	578.332.004	827.961.656	739.533.400
MENOS: Gastos No Operacionales	215.160.246	614.557.790	867.304.504	726.978.566
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y AJUSTE POR INFLACION	121.648.993	171.131.586	158.216.920	157.184.982
Ajustes Por Inflación	29.534.537			
MENOS: Impuestos de Renta y Complementarios	28.007.483	40.139.519	4.894.428	9.882.567
GANANCIAS Y PERDIDAS	123.176.047	130.992.067	153.322.492,00	147.302.415

Análisis Horizontal 2006 - 2007	2.006	2.007	Variac %
Caja	21.873.496	34.475.221	58%
Bancos	97.784.631	80.833.896	-17%
Cuentas de ahorro	6.356.553	4.629.800	-27%
SUBTOTAL DISPONIBLE	126.014.680	161.607.197	28%
INVERSIONES A CORTO PLAZO	106.484.671	341.926.811	221%
Clientes	48.776.324	52.919.458	8%
Cuentas por cobrar a Casa Matriz		23.646	
Cuentas por cobrar a Vincu.Económicos		69.988.806	
Anticipos y avances	1.113.638	1.560.997	40%
Ingresos por cobrar CP	6.126.539	7.160.501	17%
AnticImpptos y Contrib o Saldos a favor	1.492.897	42.196.324	2726%
Reclamaciones (CP)	1.903	86.245.370	4531974%
Cuentas x Cobrar a trabajadores(CP)	441.090	1.154.366	162%
Deudores varios (CP)	39.685.730	43.945.752	11%
provisiones (CP)	3.263.042	5.082.170	56%
SUBTOTAL DEUDORES CORTO PLAZO	94.375.079	300.113.050	218%
Materias Primas			
Productos en Proceso			
Productos Terminados			
Mcias no Fabricadas por la empresa	507.021.529	719.018.372	42%
Materiales Repuestos y accesorios	5.924.382	7.641.074	29%
Envases y empaques			
Inventarios en Tránsito	19.721.347	21.731.215	10%
provisiones (CP)	12.892.901	16.422.912	27%
SUBTOTAL INVENTARIOS	519.774.357	731.967.749	41%
Gastos pagados xAnticipado CP	10.824.252	34.836.156	222%
Cargos Diferidos CP	19.682.273	34.373.068	75%
SUBTOTAL DIFERIDOS	30.506.525	69.209.224	127%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	877.155.312	1.604.824.031	83%
INVERSIONES LP	220.173.511	633.723.614	188%
anticipos y Avances (LP)	7.994.228	18.302.265	129%
Promesa de Compraventa (LP)	5.580.219	5.531.650	-1%
Deudores varios (LP)	35.507.228	35.315.673	-1%
SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO	49.081.675	59.149.588	21%
PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO NETO	1.638.855.718	1.597.026.264	-3%
Crédito Mercantil	8.398.654	698.139.583	8213%
Marcas	3.417.195	3.460.695	1%
Concesiones y franquicias	685.452	685.452	0%
Derechos	3.891.698	95.135.201	2345%
Amortización acumulada	10.584.275	38.902.795	268%

SUBTOTAL INTANGIBLES	5.808.724	758.518.136	12958%
Gastos pagados xAnticipado LP		10.368.392	
Cargos Diferidos LP	80.872.311	112.962.291	40%
Cargos por correcmonet diferida LP	10.420.792	9.522.283	-9%
SUBTOTAL DIFERIDOS	91.293.103	132.852.966	46%
Bienes de Arte y cultura	243.006	285.331	17%
SUBTOTAL OTROS ACTIVOS	243.006	285.331	17%
De inversiones	(15.538.989)	(11.330.385)	-27%
De propiedades planta y equipo	733.094.512	811.306.905	11%
De otros Activos		30.302.000	
SUBTOTAL VALORIZACIONES	717.555.523	830.278.520	16%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2.723.011.269	4.011.834.419	47%
TOTAL ACTIVO	3.600.166.575	5.616.658.451	56%
OBLIGACIONES FINANCIERAS (CP)	171.940.799	35.878.530	-79%
PROVEEDORES	476.531.884	677.576.325	42%
A Compañías vinculadas (CP)	3.130.279	55.468.028	1672%
A contratistas (CP)	36.000.016	23.015.682	-36%
Ordenes de compra x Utilizar	11.057.621	16.819.010	52%
Costo y Gastos x pagar CP	102.107.962	134.684.688	32%
Dividendos o participación por pagar	16.283.304	595.283	-96%
Retención en la fuente	6.555.014	8.613.169	31%
Impuesto a las ventas retenido	4.430.486	4.885.179	10%
Impuesto de industria y comercio retenido	455.963	651.437	43%
Retenciones y aportes de nomina	7.396.509	6.292.991	-15%
Acreedores varios (CP)	606.865	616.865	2%
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CP	188.024.019	251.632.332	34%
IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	42.335.764	46.669.312	10%
OBLIGACIONES LABORALES CP	31.043.640	26.643.571	-14%
Para Costos y Gastos	39.953.359	57.225.796	43%
Para obligaciones laborales	2.505.933	2.955.652	18%
Pensiones de jubilación	4.164.935	3.488.001	-16%
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	46.624.227	63.669.449	37%
Anticipos y avances recibidos CP	1.620.030	1.933.264	19%
Depósitos recibidos (CP)	3.923.619	7.770.535	98%
Ingresos recibidos para terceros (CP)	6.978.155	3.681.963	-47%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS CP	12.521.804	13.385.763	7%
Bonos en circulación			
SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES			
TOTAL PASIVO CORRIENTE	969.022.137	1.115.455.282	15%
OBLIGACIONES FINANCIERAS (LP)	254.363.930	955.290.250	276%
A Compañías Vinculadas (LP)			

Costo y Gastos x pagar LP	16.280.501		-100%
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR LP	16.280.501		-100%
OBLIGACIONES LABORALES LP	527.036	365.463	-31%
Pensiones de jubilación LP	10.593.165	9.870.997	-7%
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES LP	10.593.165	9.870.997	-7%
Crédito x Correc. Monetaria Diferida LP	15.791.033	14.415.314	-9%
Impuesto Diferido (LP)	3.940.463	31.219.819	692%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP	19.731.496	45.635.133	131%
Avances y Anticipos Recibidos (LP)			
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP			
Bonos en circulación (LP)	105.000.000	105.000.000	0%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	406.496.128	1.116.161.843	175%
TOTAL PASIVO	1.375.518.265	2.231.617.125	62%
Capital Suscrito y pagado	2.095.630	2.842.630	36%
SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	2.095.630	2.842.630	36%
Prima en coloc. Acc. Cuotas o partes de int s	597.630.614	1.586.806.477	166%
Superávit Método e Participación	1.958.695	20.173.834	930%
SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL	599.589.309	1.606.980.311	168%
RESERVAS	161.298.946	214.386.842	33%
REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	613.120.280	591.748.380	-3%
RESULTADOS DEL EJERCICIO	123.176.047	130.992.067	6%
UTILIDADES ACUMULADAS		7.812.575	
Derechos Contingentes	1.494.678.280	1.025.893.737	-31%
Deudoras Fiscales	552.597.699	672.574.837	22%
Deudoras de Control	1.107.385.818	1.472.782.362	33%
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	7.812.575	7.812.575	0%
SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	717.555.523	830.278.521	16%
TOTAL PATRIMONIO	2.224.648.310	3.385.041.326	52%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3.600.166.575	5.616.658.451	56%

Estado de Resultados	2006	2007	Variac.
Ingresos operacionales	4.260.315.903	4.878.286.503	15%
MENOS: Costos De Ventas y De Prestación De Servicios	3.216.996.460	3.681.607.117	14%
UTILIDAD BRUTA	1.043.319.443	1.196.679.386	15%
MENOS: Gastos Operacionales De Administración	104.043.993	133.581.181	28%
MENOS: Gastos Operacionales De Ventas	770.844.027	855.740.833	11%

UTILIDAD OPERACIONAL	168.431.423	207.357.372	23%
MAS: Ingresos No Operacionales	168.377.816	578.332.004	243%
MENOS: Gastos No Operacionales	215.160.246	614.557.790	186%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y AJUSTE POR INFLACION	121.648.993	171.131.586	41%
Ajustes Por Inflación	29.534.537		
MENOS: Impuestos de Renta y Complementarios	28.007.483	40.139.519	43%
GANANCIAS Y PERDIDAS	123.176.047	130.992.067	6%

Balance

- Debido al aumento de fuentes de financiación se genera un incremento de la caja en un 58% y en las inversiones a corto plazo de 221%.
- Respecto a la cuenta de clientes se observa un incremento excesivo en la cuenta de reclamaciones de 4531974%, en la cuenta de Anticipo de Impuestos y Contribuciones o Saldos a favor 2726% y en la cuentas por cobrar a trabajadores de 162% (como incentivos a sus trabajadores). Las cuales pueden ser explicadas por la adquisición de Carulla cuyas reclamaciones son trasladadas a Éxito y por la alianza de viajes con Avianca. Dichas reclamaciones pueden ser, por el valor de las indemnizaciones por recibir de las compañías aseguradoras²⁴, reclamos por cobrar a transportadores, y a tiquetes aéreos, entre otros. Así mismo el anticipo por impuesto también va a aumentar.
- La cuenta de inventarios tuvo un incremento del 42%, diferidos tuvieron un crecimiento 222% e inversiones a LP 188%. Los diferidos pueden haber sido ocasionados por gastos incurridos en remodelaciones, adecuaciones, mejoras de oficina y otros dirigidos de la nueva empresa Carulla-vivero.

²⁴El mayor centro de distribución sufrió un incendio a finales del año 2007.

- La cuenta crédito mercantil²⁵, derechos y amortizaciones acumuladas, los aumentos respectivamente fueron de 8.213%, 2.345% y 268%, esto también como resultado de la adquisición de Carulla-Vivero.
- En cuanto a los pasivos aumenta la cuenta de obligaciones a compañías vinculadas (Carulla-Vivero) en 1.672%. También se ve reflejado la disminución de obligaciones financieras a CP, los pasivos estimados, dividendos o participaciones por pagar como era uno de los objetivos de la compañía mostrándose una disminución importante. En el pasivo a LP se muestra un incremento del 276% como se había mencionado anteriormente para la adquisición de Carulla-Vivero.
- Cuentas por pagar a compañías vinculadas aumento en 1672%
- Como podemos observar también en el anexo todas las cuentas de impuestos se incrementaron en una proporción considerable debido a la fusión con Carulla-Vivero.
- En las cuentas de Capital Social y superávit se observa el incremento como resultado de la compra en la participación mayoritaria de Carulla-Vivero.

Estado de Resultados

Los principales cambios en el Estado de Resultados 2007 fueron:

- Las ventas tuvieron un incremento del 15% en parte por la adquisición de Carulla-Vivero
- Los Ingresos no operacionales se incrementaron en una parte por los ingresos financieros no recurrentes producto de la monetización de dólares a pesos de parte de los recursos obtenidos en la emisión de GDS²⁶ realizada

²⁵ Crédito mercantil adquirido como el monto adicional pagado sobre el valor en libros en la compra de acciones o cuotas partes de interés social de un ente económico activo (Carulla-Vivero) , si el inversionista tiene o adquiere el control sobre el mismo,

²⁶ Cada unidad de este título representa un número determinado de acciones de la empresa, estos se transan en dólares a nivel internacional, y son emitidos por un banco extranjero, sin embargo las acciones que representan están depositadas en un banco localizado en el país de origen de la compañía

en julio de 2007 y por otra parte podríamos creer que se dieron por el incremento que hubo las inversiones tanto a corto como a largo plazo.

- Los gastos no operacionales se incrementaron en parte a gastos financieros, debido al incremento de la deuda y otra parte a gastos no operacionales.
- El proceso de integración ha generado gastos importantes. Almacenes Éxito ha tenido que asumir gastos no recurrentes destinados a la renovación de almacenes, homologación de mercancía y los gastos propios de la integración con Carulla Vivero. Igualmente, el desarrollo del plan de expansión supone gastos preoperativos.

F. Anexo: Análisis Horizontal 2007 - 2008

Análisis Horizontal 2007 - 2008	2007	2008	Variac %
Caja	34.475.221	79.368.817	130%
Bancos	80.833.896	40.956.362	-49%
Cuentas de ahorro	46.298.080	61.199.498	32%
SUBTOTAL DISPONIBLE	161.607.197	181.524.677	12%
INVERSIONES A CORTO PLAZO	341.926.811	220.528.000	-36%
Clientes	52.919.458	50.042.785	-5%
Cuentas por cobrar a Casa Matriz	23.646	71.592	203%
Cuentas por cobrar a Vincu.Económicos	69.988.806	10.871.259	-84%
Anticipos y avances	1.560.997	824.112	-47%
Ingresos por cobrar CP	7.160.501	8.443.329	18%
Anticlmptos y Contrib o Saldos a favor	42.196.324	49.408.538	17%
Reclamaciones (CP)	86.245.370	36.930.434	-57%
Cuentas x Cobrar a trabajadores(CP)	1.154.366	1.616.434	40%
Deudores varios (CP)	43.945.752	90.106.746	105%
provisiones (CP)	5.082.170	7.989.335	57%
SUBTOTAL DEUDORES CORTO PLAZO	300.113.050	240.325.894	-20%
Materias Primas			
Productos en Proceso			
Productos Terminados			
Mcias no Fabricadas por la empresa	719.018.372	886.770.443	23%
Materiales Repuestos y accesorios	7.641.074	14.700.693	92%
Envases y empaques			
Inventarios en Tránsito	21.731.215	30.827.361	42%
provisiones (CP)	16.422.912	19.279.061	17%
SUBTOTAL INVENTARIOS	731.967.749	913.019.436	25%
Gastos pagados xAnticipado CP	34.836.156	7.821.412	-78%
Cargos Diferidos CP	34.373.068	47.381.346	38%
SUBTOTAL DIFERIDOS	69.209.224	55.202.758	-20%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.604.824.031	1.610.600.765	0%
INVERSIONES LP	633.723.614	704.891.779	11%
anticipos y Avances (LP)	18.302.265	7.468.240	-59%
Promesa de Compraventa (LP)	5.531.650	13.017.447	135%
Deudores varios (LP)	35.315.673	37.025.724	5%
SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO	59.149.588	57.511.411	-3%
PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO NETO	1.597.026.264	1.872.404.388	17%
Crédito Mercantil	698.139.583	698.446.318	0%
Marcas	3.460.695	3.460.695	0%
Concesiones y franquicias	685.452	685.452	0%

Derechos	95.135.201	103.274.651	9%
Amortización acumulada	38.902.795	60.027.919	54%
SUBTOTAL INTANGIBLES	758.518.136	745.839.197	-2%
Gastos pagados xAnticipado LP	10.368.392	10.356.556	0%
Cargos Diferidos LP	112.962.291	166.146.307	47%
Cargos por correcmonet diferida LP	9.522.283	8.468.354	-11%
SUBTOTAL DIFERIDOS	132.852.966	184.971.217	39%
Bienes de Arte y cultura	285.331	285.331	0%
SUBTOTAL OTROS ACTIVOS	285.331	285.331	0%
De inversiones	(11.330.385)	13.449.188	-219%
De propiedades planta y equipo	811.306.905	747.658.087	-8%
De otros Activos	30.302.000		-100%
SUBTOTAL VALORIZACIONES	830.278.520	761.107.275	-8%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	4.011.834.419	4.327.010.598	7,9%
TOTAL ACTIVO	5.616.658.451	5.937.611.362	5,7%
OBLIGACIONES FINANCIERAS (CP)	35.878.530	476.458.000	1228%
PROVEEDORES	677.576.325	966.139.765	43%
A Compañías vinculadas (CP)	55.468.028	119.388.000	115%
A contratistas (CP)	23.015.682	21.078.855	-8%
Órdenes de compra x Utilizar	16.819.010	17.685.671	5%
Costo y Gastos x pagar CP	134.684.688	138.153.000	3%
Dividendos o participación por pagar	595.283	17.568.329	2851%
Retención en la fuente	8.613.169	10.883.939	26%
Impuesto a las ventas retenido	4.885.179	5.170.083	6%
Impuesto de industria y comercio retenido	651.437	933.539	43%
Retenciones y aportes de nomina	6.292.991	7.592.487	21%
Acreedores varios (CP)	616.865	606.865	-2%
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CP	251.632.332	339.060.768	35%
IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	46.669.312	44.429.824	-5%
OBLIGACIONES LABORALES CP	26.643.571	28.263.544	6%
Para Costos y Gastos	57.225.796	46.142.331	-19%
Para obligaciones laborales	2.955.652	32.757	-99%
Pensiones de jubilación	3.488.001	3.013.938	-14%
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	63.669.449	49.189.026	-23%
Anticipos y avances recibidos CP	1.933.264	2.089.577	8%
Depósitos recibidos (CP)	7.770.535	3.282.003	-58%
Ingresos recibidos para terceros (CP)	3.681.963	8.428.817	129%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS CP	13.385.763	13.800.397	3%
Bonos en circulación			
SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES			
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.115.455.282	1.917.341.324	72%

OBLIGACIONES FINANCIERAS (LP)	955.290.250	477.506.539	-50%
A Compañías Vinculadas (LP)		182	
Costo y Gastos x pagar LP		413	
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR LP		595	28.575.606
OBLIGACIONES LABORALES LP	365.463	510.076	40%
Pensiones de jubilación LP	9.870.997	9.466.409	-4%
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES LP	9.870.997	9.466.409	-4%
Crédito x Correc. Monetaria Diferida LP	14.415.314	12.486.255	-13%
Impuesto Diferido (LP)	31.219.819	2.644.213	-92%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP	45.635.133	15.130.468	-67%
Avances y Anticipos Recibidos (LP)		18.688.684	
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP		18.688.684	
Bonos en circulación (LP)	105.000.000	105.000.000	0%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	1.116.161.843	626.302.772	-44%
TOTAL PASIVO	2.231.617.125	2.543.644.096	14%
Capital Suscrito y pagado	2.842.630	2.842.630	0%
SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	2.842.630	2.842.630	0%
Prima en coloc. Acc. Cuotas o partes de ints	1.586.806.477	1.586.806.477	0%
Superávit Método e Participación	20.173.834	34.390.948	70%
SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL	1.606.980.311	1.621.197.425	1%
RESERVAS	214.386.842	277.398.389	29%
REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	591.748.380	570.376.480	-4%
RESULTADOS DEL EJERCICIO	130.992.067	153.322.491	17%
UTILIDADES ACUMULADAS	7.812.575	7.812.575	0%
Derechos Contingentes	1.025.893.737	831.647.578	-19%
Deudoras Fiscales	672.574.837	787.059.697	17%
Deudoras de Control	1.472.782.362	1.697.121.994	15%
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	7.812.575	7.812.575	0%
SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	830.278.521	761.107.276	-8%
TOTAL PATRIMONIO	3.385.041.326	3.393.967.266	0,3%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	5.616.658.451	5.937.611.362	6%

Estado de Resultados	2007	2008	Variac.
Ingresos operacionales	4.878.286.503	5.930.680.086	22%
MENOS: Costos De Ventas y De Prestación De Servicios	3.681.607.117	4.477.871.614	22%
UTILIDAD BRUTA	1.196.679.386	1.452.808.472	21%
MENOS: Gastos Operacionales De Administración	133.581.181	158.918.325	19%
MENOS: Gastos Operacionales De Ventas		1.096.330.379	28%

	855.740.833		
UTILIDAD OPERACIONAL	207.357.372	197.559.768	-5%
MAS: Ingresos No Operacionales	578.332.004	827.961.656	43%
MENOS: Gastos No Operacionales	614.557.790	867.304.504	41%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y AJUSTE POR INFLACION	171.131.586	158.216.920	-8%
Ajustes Por Inflación			
MENOS: Impuestos de Renta y Complementarios	40.139.519	4.894.428	-88%
GANANCIAS Y PERDIDAS	130.992.067	153.322.492,00	17%

Balance General

- Los activos no corrientes aumentan en un 7.9% por la aplicación del plan de expansión y los activos comprados por la integración de operaciones de 83 almacenes de Carulla –Vivero. Principalmente en la cuenta de Inversiones que se incrementa en 219%.
- Las cuentas por cobrar tuvieron un incremento del 203% debido al gran auge que ha tenido la tarjeta Éxito y al lanzamiento de la tarjeta Carulla.
- Las obligaciones financieras de corto se incrementaron considerablemente como resultado de la estrategia de conversión de formatos.
- Las obligaciones de LP se disminuyeron en un 50% atendiendo a la política de la empresa de disminuir los pasivos para afrontar la crisis financiera y evitar recurrir a crédito con tasas altas de interés.
- Se decretó pagar dividendos por la Asamblea.
- Se incrementó la cuenta Superávit Método de Participación.

Estado de Resultados

- Los Ingresos Operacionales alcanzaron un crecimiento del 22%, este crecimiento incluye las ventas correspondientes a la integración de operaciones de 83 almacenes de Carulla Vivero S.A. a Almacenes Éxito S.A.

- El total de gastos operacionales de administración aumentaron un 19% y los gastos de ventas un 28%. Esto como resultado del ingreso de gastos de amortizaciones por la integración de las operaciones de los almacenes de Carulla Vivero S.A. y la apertura de 8 almacenes
- La utilidad operacional disminuyó en 5% frente al año anterior, a causa de los mayores gastos que fue necesario incurrir en el proceso de integración de las operaciones de los almacenes de Carulla Vivero S.A.
- Los gastos no operacionales aumentaron en un 41% esto como parte del aumento de los gastos financieros debido al incrementos de las obligaciones tanto de corto plazo como de largo plazo.
- Los ingresos no operacionales aumentaron en un 43% en parte son ingresos financieros y en parte resultado de la venta de los inmuebles local y terreno del centro de distribución Calima en la ciudad de Caliy el inmueble donde está ubicado el Almacén Exito Unicentro de la ciudad de Medellín.
- Los impuestos de renta tuvieron una disminución sustancial del 88% respecto al año anterior. Esto es a causa de la estrategia de expansión lo que hace que el su nivel de CAPEX²⁷ aumente considerablemente y tenga importantes incentivos fiscales como el 40% deducible de impuestos Ley 1111 de 2006 Artículo 8.

²⁷Inversión de capital, son costes que no pueden ser deducidos en el año en el cual son efectuados y deben ser capitalizados

G. Anexo: Ley 1111 de 2006

ARTICULO 8. Modifícase el [artículo 158-3 del Estatuto Tributario](#), el cual queda así:

“Artículo 158-3. Deducción por inversión en activos fijos. A partir del 1° de enero de 2007, las personas naturales y jurídicas contribuyentes del impuesto sobre la renta, podrán deducir el cuarenta por ciento (40%) del valor de las inversiones efectivas realizadas sólo en activos fijos reales productivos adquiridos, aun bajo la modalidad de leasing financiero con opción irrevocable de compra, de acuerdo con la reglamentación expedida por el Gobierno Nacional. Los contribuyentes que hagan uso de esta deducción no podrán acogerse al beneficio previsto en el [artículo 689-1](#) de éste Estatuto.

H. Anexo: Leasing

Aspectos Generales Del Leasing Operativo

Aunque el leasing operativo no se encuentra tipificado en la ley, el artículo 5 del Decreto 913 de 1993 establece que las Compañías de Financiamiento Comercial están facultadas para celebrar contratos de arrendamiento sin opción de compra (la norma se refiere a la opción de adquisición por valor residual de los contratos de leasing financiero), los cuales se regirán por las disposiciones comunes sobre la materia, es decir, los artículos 1973 a 2035 del Código Civil, la Ley 56 de 1985 y el Código de Comercio. En consecuencia, al leasing operativo se le aplican tanto las disposiciones sustantivas como las contables, tributarias, etc., del contrato de arrendamiento, salvo que exista una norma especial sobre la materia

Son elementos de la esencia del contrato de leasing operativo la entrega de una cosa al arrendatario para su uso y goce, y el pago como contraprestación, de un canon que no contiene amortización del bien para el arrendatario. En estos contratos se puede pactar una opción para que al finalizar su término, los activos objeto del mismo se puedan vender por un valor comercial.

El leasing operativo es un contrato de naturaleza comercial y no financiera. Por esta razón, no es una operación exclusiva de las Compañías de Financiamiento Comercial y cualquier sociedad comercial puede celebrar contratos de leasing operativo en calidad de arrendador. La diferencia entre el leasing operativo y el arrendamiento, consiste precisamente en la naturaleza comercial del primero, por lo cual versa sobre bienes susceptibles de generar renta.

Si el leasing operativo lo realiza una Compañía de Financiamiento Comercial, por tener esta el carácter de establecimiento de crédito, puede financiarse con recursos provenientes de captaciones del ahorro público, fuente que les está vedada a las sociedades comerciales. Así mismo, si es realizado por una Compañía de Financiamiento Comercial, computa para los límites de endeudamiento y de concentración del riesgo. (Artículo 1, literal d, Autorregulación –Fedeleasing- 001 de 1996).

En materia contable y tributaria, el arrendatario, cualquiera sea su naturaleza jurídica, patrimonio y el tipo de bien arrendado, contabiliza el contrato de leasing operativo como cualquier otro arrendamiento; el activo no aparece en su balance y el canon se registra en el estado de pérdidas y ganancias como un gasto. Dicho gasto es plenamente deducible, siempre que tenga relación de causalidad con la renta del contribuyente y sea necesario y proporcionado de acuerdo con la actividad del mismo. (Decreto 2650 de 1993, Decreto 2649 de 1993 y el artículo 107 del Estatuto Tributario).

I. Anexo: Análisis Horizontal 2008 -2009.

Balance General	2008	2009	Variac %
Caja	79.368.817	51.607.679	-35%
Bancos	40.956.362	149.519.805	265%
Cuentas de ahorro	61.199.498	192.188.118	214%
SUBTOTAL DISPONIBLE	181.524.677	392.315.602	116%
INVERSIONES A CORTO PLAZO	220.528.000	240.626.336	9%
Clientes	50.042.785	61.446.876	23%
Cuentas por cobrar a Casa Matriz	71.592	71.592	0%
Cuentas por cobrar a Vincu.Económicos	10.871.259	9.930.023	-9%
Anticipos y avances	824.112	390.364	-53%
Ingresos por cobrar CP	8.443.329	13.319.157	58%
AnticImpptos y Contrib o Saldos a favor	49.408.538	59.533.990	20%
Reclamaciones (CP)	36.930.434		
Cuentas x Cobrar a trabajadores(CP)	1.616.434	4.683.774	190%
Deudores varios (CP)	90.106.746	81.663.449	-9%
provisiones (CP)	7.989.335	7.754.891	-3%
SUBTOTAL DEUDORES CORTO PLAZO	240.325.894	223.284.334	-7%
Materias Primas			
Productos en Proceso			
Productos Terminados			
Mcias no Fabricadas por la empresa	886.770.443	778.522.000	-12%
Materiales Repuestos y accesorios	14.700.693	15.272.968	4%
Envases y empaques			
Inventarios en Tránsito	30.827.361	13.508.763	-56%
provisiones (CP)	19.279.061	21.666.940	12%
SUBTOTAL INVENTARIOS	913.019.436	785.636.791	-14%
Gastos pagados xAnticipado CP	7.821.412	7.821.278	0%
Cargos Diferidos CP	47.381.346	18.731.874	-60%
SUBTOTAL DIFERIDOS	55.202.758	26.553.152	-52%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.610.600.765	1.668.416.215	4%
INVERSIONES LP	704.891.779	936.731.847	33%
anticipos y Avances (LP)	7.468.240	10.088.010	35%
Promesa de Compraventa (LP)	13.017.447	14.668.496	13%
Deudores varios (LP)	37.025.724	34.184.858	-8%
SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO	57.511.411	58.941.364	2%
PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO NETO	1.872.404.388	1.793.714.193	-4%
Crédito Mercantil	698.446.318	1.006.658.885	44%
Marcas	3.460.695	3.460.695	0%
Concesiones y franquicias	685.452		-100%

Derechos	103.274.651	29.000.916	-72%
Amortización acumulada	60.027.919	62.314.602	4%
SUBTOTAL INTANGIBLES	745.839.197	976.805.894	31%
Gastos pagados xAnticipado LP	10.356.556	9.467.728	-9%
Cargos Diferidos LP	166.146.307	176.849.258	6%
Cargos por correcmonet diferida LP	8.468.354	5.666.555	-33%
SUBTOTAL DIFERIDOS	184.971.217	191.983.541	4%
Bienes de Arte y cultura	285.331	285.331	0%
SUBTOTAL OTROS ACTIVOS	285.331	285.331	0%
De inversiones	13.449.188	9.525.889	-29%
De propiedades planta y equipo	747.658.087	755.078.689	1%
De otros Activos			
SUBTOTAL VALORIZACIONES	761.107.275	764.604.578	0%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	4.327.010.598	4.723.066.748	9%
TOTAL ACTIVO	5.937.611.362	6.391.482.963	8%
OBLIGACIONES FINANCIERAS (CP)	476.458.000	231.718.366	-51%
PROVEEDORES	966.139.765	1.040.292.174	8%
A Compañías vinculadas (CP)	119.388.000	204.375.376	71%
A contratistas (CP)	21.078.855	1.539.832	-93%
Ordenes de compra x Utilizar	17.685.671	19.442.517	10%
Costo y Gastos x pagar CP	138.153.000	110.790.266	-20%
Dividendos o participación por pagar	17.568.329	4.731.545	-73%
Retención en la fuente	10.883.939	9.713.778	-11%
Impuesto a las ventas retenido	5.170.083	5.400.337	4%
Impuesto de industria y comercio retenido	933.539	1.159.461	24%
Retenciones y aportes de nomina	7.592.487	11.270.284	48%
Acreedores varios (CP)	606.865	606.865	0%
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CP	339.060.768	369.030.170	9%
IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	44.429.824	60.441.541	36%
OBLIGACIONES LABORALES CP	28.263.544	31.682.142	12%
Para Costos y Gastos	46.142.331	30.743.696	-33%
Para obligaciones laborales	32.757	43.961	34%
Pensiones de jubilación	3.013.938	2.513.590	-17%
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	49.189.026	33.301.247	-32%
Anticipos y avances recibidos CP	2.089.577	2.171.971	4%
Depositos recibidos (CP)	3.282.003	872.607	-73%
Ingresos recibidos para terceros (CP)	8.428.817	9.844.786	17%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS CP	13.800.397	12.889.364	-7%
Bonos en circulación			
SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES			
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.917.341.324	1.779.355.004	-7%

OBLIGACIONES FINANCIERAS (LP)	477.506.539	283.663.944	-41%
A Compañías Vinculadas (LP)	182		-100%
Costo y Gastos x pagar LP	413		-100%
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR LP	595		-100%
OBLIGACIONES LABORALES LP	510.076	732.232	44%
Pensiones de jubilación LP	9.466.409	9.523.016	1%
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES LP	9.466.409	9.523.016	1%
Crédito x Correc. Monetaria Diferida LP	12.486.255	8.355.113	-33%
Impuesto Diferido (LP)	2.644.213		-100%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP	15.130.468	8.355.113	-45%
Avances y Anticipos Recibidos (LP)	18.688.684	41.730.729	123%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP	18.688.684	41.730.730	123%
Bonos en circulación (LP)	105.000.000	105.000.000	0%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	626.302.772	449.005.035	-28%
TOTAL PASIVO	2.543.644.096	2.228.360.039	-12%
Capital Suscrito y pagado	2.842.630	3.338.098	17%
SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	2.842.630	3.338.098	17%
Prima en coloc. Acc. Cuotas o partes de int s	1.586.806.477	2.288.213.427	44%
Superavit Método de Participación	34.390.948	40.286.891	17%
SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL	1.621.197.425	2.328.500.318	44%
RESERVAS	277.398.389	362.560.360	31%
REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	570.376.480	549.004.580	-4%
RESULTADOS DEL EJERCICIO	153.322.491	147.302.415	-4%
UTILIDADES ACUMULADAS	7.812.575	7.812.575	0%
Derechos Contingentes	831.647.578	435.359.420	-48%
Deudoras Fiscales	787.059.697	1.192.664.155	52%
Deudoras de Control	1.697.121.994	2.049.045.779	21%
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	7.812.575	7.812.575	0%
SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	761.107.276	764.604.578	0%
TOTAL PATRIMONIO	3.393.967.266	4.163.122.924	23%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	5.937.611.362	6.391.482.963	8%

Estado de Resultados	2008	2009	Variac.
Ingresos operacionales	5.930.680.086	6.970.665.639	18%
MENOS: Costos De Ventas y De Prestación De Servicios	4.477.871.614	5.257.310.763	17%
UTILIDAD BRUTA	1.452.808.472	1.713.354.876	18%
MENOS: Gastos Operacionales De Administración	158.918.325	188.810.220	19%
MENOS: Gastos Operacionales De Ventas	1.096.330.379	1.379.914.508	26%

UTILIDAD OPERACIONAL	197.559.768	144.630.148	-27%
MAS: Ingresos No Operacionales	827.961.656	739.533.400	-11%
MENOS: Gastos No Operacionales	867.304.504	726.978.566	-16%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y AJUSTE POR INFLACION	158.216.920	157.184.982	-1%
Ajustes Por Inflación			
MENOS: Impuestos de Renta y Complementarios	4.894.428	9.882.567	102%
GANANCIAS Y PERDIDAS	153.322.492,00	147.302.415	-4%

Balance General

Almacenes Exito consolida sus estados financieros con Carulla Vivero S.A., Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A. Didetexco S.A.

- En cuanto al disponible hay un aumento del 116%.
- En general el activo corriente tuvo un incremento del 4% y el activo no corriente del 9%.
- Las obligaciones financieras de corto plazo obtuvieron una disminución del 51%.
- Las obligaciones financieras de largo plazo disminuyeron en un 41%.
- En cuanto al patrimonio hubo un incremento en las cuentas de capital social de 17% y prima en colocación de acciones de 44%.

Estado de Resultados

- Los Ingresos operacionales tuvieron un aumento del 18%.
- Los gastos operacionales de administración y ventas se incrementaron en 19% y 26% respectivamente.
- La utilidad operacional tuvo una disminución del 27% como resultado de los altos incrementos en los gastos operacionales y las ventas principalmente en capacitaciones de personal.

- Los gastos no operacionales y los ingresos no operacionales disminuyeron en 16% y en 11% respectivamente. Los gastos no operacionales disminuyeron en parte por los gastos financieros debido a la disminución de deuda. Entre los ingresos no operacionales se encuentra las ventas de activos fijos.
- El Impuesto de Renta tuvo un incremento de 102% el cual está representado en una menor utilización del beneficio tributario de activos productores de renta por las menores inversiones en expansión de la compañía durante el año 2009, con respecto al año 2008.

J. Anexo: Análisis Horizontal 2009-2010

Análisis Horizontal 2007 - 2008	2009	2010	Variac %
Caja	51.607.679	64.940.627	26%
Bancos	149.519.805	44.547.804	-70%
Cuentas de ahorro	192.188.118	404.898.234	111%
SUBTOTAL DISPONIBLE	392.315.602	514.386.665	31%
INVERSIONES A CORTO PLAZO	240.626.336	274.451.927	14%
Clientes	61.446.876	36.426.134	-41%
Cuentas por cobrar a Casa Matriz	71.592	71.592	0%
Cuentas por cobrar a Vincu.Económicos	9.930.023	21.674.692	118%
Anticipos y avances	390.364	1.078.329	176%
Ingresos por cobrar CP	13.319.157	14.781.036	11%
AnticImpptos y Contrib o Saldos a favor Reclamaciones (CP)	59.533.990	57.534.216	-3%
Cuentas x Cobrar a trabajadores(CP)	4.683.774	2.610.441	-44%
Deudores varios (CP)	81.663.449	293.546.591	259%
provisiones (CP)	7.754.891	72.396.025	834%
SUBTOTAL DEUDORES CORTO PLAZO	223.284.334	355.327.006	59%
Materias Primas		3.050.837	
Productos en Proceso		1.430.936	
Productos Terminados		1.022.235	
Mcias no Fabricadas por la empresa	778.522.000	807.192.558	4%
Materiales Repuestos y accesorios	15.272.968	21.757.456	42%
Envases y empaques		2.335.666	
Inventarios en Tránsito	13.508.763	19.257.349	43%
provisiones (CP)	21.666.940	33.438.998	54%
SUBTOTAL INVENTARIOS	785.636.791	822.608.039	5%
Gastos pagados xAnticipado CP	7.821.278	11.444.772	46%
Cargos Diferidos CP	18.731.874	30.149.570	61%
SUBTOTAL DIFERIDOS	26.553.152	41.594.342	57%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.668.416.215	2.008.367.979	20%
INVERSIONES LP	936.731.847	172.007.593	-82%
anticipos y Avances (LP)	10.088.010	6.718.683	-33%
Promesa de Compraventa (LP)	14.668.496	10.883.351	-26%
Deudores varios (LP)	34.184.858	33.971.329	-1%
SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO	58.941.364	51.573.363	-13%
PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO NETO	1.793.714.193	2.050.849.594	14%
Crédito Mercantil	1.006.658.885	1.021.114.370	1%
Marcas	3.460.695	32.363.247	835%
Concesiones y franquicias			

Derechos	29.000.916	54.619.325	88%
Amortización acumulada	62.314.602	103.164.026	66%
SUBTOTAL INTANGIBLES	976.805.894	1.004.932.916	3%
Gastos pagados xAnticipado LP	9.467.728	8.578.900	-9%
Cargos Diferidos LP	176.849.258	218.045.435	23%
Cargos por correcmonet diferida LP	5.666.555	4.609.457	-19%
SUBTOTAL DIFERIDOS	191.983.541	231.233.792	20%
Bienes de Arte y cultura	285.331	285.331	0%
SUBTOTAL OTROS ACTIVOS	285.331	285.331	0%
De inversiones	9.525.889	25.872.052	172%
De propiedades planta y equipo	755.078.689	1.095.215.735	45%
De otros Activos			
SUBTOTAL VALORIZACIONES	764.604.578	1.121.087.787	47%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	4.723.066.748	4.631.970.376	-2%
TOTAL ACTIVO	6.391.482.963	6640338355	4%
OBLIGACIONES FINANCIERAS (CP)	231.718.366	357.294.285	54%
PROVEEDORES	1.040.292.174	1.098.496.166	6%
A Compañías vinculadas (CP)	204.375.376	866.154	-100%
A contratistas (CP)	1.539.832	30.096.102	1855%
Ordenes de compra x Utilizar	19.442.517	24.297.253	25%
Costo y Gastos x pagar CP	110.790.266	161.043.488	45%
Dividendos o participación por pagar	4.731.545	20.714.640	338%
Retención en la fuente	9.713.778	11.061.031	14%
Impuesto a las ventas retenido	5.400.337	7.068.136	31%
Impuesto de industria y comercio retenido	1.159.461	1.422.850	23%
Retenciones y aportes de nomina	11.270.284	15.264.805	35%
Acreedores varios (CP)	606.865	606.865	0%
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR CP	369.030.170	272.441.324	-26%
IMPUESTOS GRAVAMENES Y TASAS	60.441.541	59.837.864	-1%
OBLIGACIONES LABORALES CP	31.682.142	46.814.981	48%
Para Costos y Gastos	30.743.696	42.522.011	38%
Para obligaciones laborales	43.961	168.802	284%
Pensiones de jubilación	2.513.590	3.079.279	23%
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	33.301.247	45.770.092	37%
Anticipos y avances recibidos CP	2.171.971	2.341.906	8%
Depositos recibidos (CP)	872.607	2.838.665	225%
Ingresos recibidos para terceros (CP)	9.844.786	6.899.842	-30%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS CP	12.889.364	12.080.413	-6%
Bonos en circulación		30.350.000	
SUBTOTAL BONOS Y PAPELES COMERCIALES		30.350.000	
TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.779.355.004	1.923.085.125	8%

OBLIGACIONES FINANCIERAS (LP)	283.663.944		-100%
A Compañías Vinculadas (LP)			
Costo y Gastos x pagar LP			
SUBTOTAL CUENTAS POR PAGAR LP			
OBLIGACIONES LABORALES LP	732.232	574.619	-22%
Pensiones de jubilación LP	9.523.016	16.843.961	77%
SUBTOTAL PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONESLP	9.523.016	16.843.961	77%
Crédito x Correc. Monetaria Diferida LP	8.355.113	6.796.463	-19%
Impuesto Diferido (LP)		8.371.227	
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP	8.355.113	15.167.690	82%
Avances y Anticipos Recibidos (LP)	41.730.729	42.795.314	3%
SUBTOTAL OTROS PASIVOS LP	41.730.730	42.795.314	3%
Bonos en circulación (LP)	105.000.000	224.650.000	114%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	449.005.035	300.031.584	-33%
TOTAL PASIVO	2.228.360.039	2.223.116.709	0%
Capital Suscrito y pagado	3.338.098	3.339.695	0%
SUBTOTAL CAPITAL SOCIAL	3.338.098	3.339.695	0%
Prima en coloc. Acc. Cuotas partes de int s	2.288.213.427	2.289.589.024	0%
Superavit Metodo e Participación	40.286.891	(11.070.048)	-127%
SUBTOTAL SUPERAVIT DE CAPITAL	2.328.500.318	2.278.518.977	-2%
RESERVAS	362.560.360	429.901.013	19%
REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	549.004.580	321.727.621	-41%
RESULTADOS DEL EJERCICIO	147.302.415	252.833.979	72%
UTILIDADES ACUMULADAS	7.812.575	7.812.575	0%
Derechos Contingentes	435.359.420	257.568.946	-41%
Deudoras Fiscales	1.192.664.155	540.891.818	-55%
Deudoras de Control	2.049.045.779	2.677.289.731	31%
RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	7.812.575	7.812.575	0%
SUPERAVIT POR VALORIZACIONES	764.604.578	1.121.087.787	47%
TOTAL PATRIMONIO	4.163.122.924	4.417.221.647	6%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	6.391.482.963	6.640.338.356	4%

Estado de Resultados	2009	2010	Variac.
Ingresos operacionales	6.970.665.639	7.507.132.150	8%
MENOS: Costos De Ventas y De Prestación De Servicios	5.257.310.763	5.658.966.110	8%
UTILIDAD BRUTA	1.713.354.876	1.848.166.040	8%
MENOS: Gastos Operacionales De Administración	188.810.220	227.679.220	21%
MENOS: Gastos Operacionales De Ventas	1.379.914.508	1.305.597.390	-5%
UTILIDAD OPERACIONAL	144.630.148	314.889.430	118%

MAS: Ingresos No Operacionales	739.533.400	328.089.890	-56%
MENOS: Gastos No Operacionales	726.978.566	358.550.173	-51%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y AJUSTE POR INFLACION	157.184.982	284.429.147	81%
Ajustes Por Inflación			
MENOS: Impuestos de Renta y Complementarios	9.882.567	29.971.800	203%
GANANCIAS Y PERDIDAS	147.302.415	254.457.347	73%

Balance General

- Como se ha venido observando la cuenta de disponible continúa creciendo en este año en un 31%.
- En general el activo corriente creció en un 20%. En parte por la venta de la inversión de Cativen, cuentas por cobrar a Sufinamiento y venta de activos fijos.
- El activo no corriente disminuyó en un 2%, sin embargo la propiedad planta y equipo se incrementó en un 14% como también lo hizo la cuenta de valorizaciones en inversiones (Fusión con Carulla – Vivero.) que se incrementó en un 172%
- Respecto a las cuentas por pagar, se incrementó considerablemente la de contratistas. Sin embargo en general las cuentas disminuyeron en 26%.
- En cuanto a las obligaciones a largo plazo se disminuyeron en un 100%. En general los pasivos no corrientes disminuyen en un 33%.
- Los bonos se incrementaron en un 114% debido a la absorción de bonos de Carulla.

Estado de Resultados

- Los ingresos operacionales tienen un incremento del 8%.
- Los gastos operacionales de administración aumentaron en un 21% y los gastos operacionales de ventas disminuyeron en un 5%.
- Hubo una recuperación importante en las utilidades operacionales a causa de la disminución en los gastos de ventas de 118%.

- Los ingresos no operacionales corresponden en parte a las utilidades en ventas de activos fijos y a inversiones. Disminuyeron en un 56% debido tal vez a la disminución de inversiones de largo plazo en un 82%.
- Los gastos no operacionales disminuyeron en un 51% debido a la eliminación de las obligaciones de largo plazo.
- Por otro lado en el estado de resultados se observa un incremento considerable del impuesto de \$203%.

L. Anexo: Conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales y el movimiento de Impuesto diferido años 2005 y 2006

La conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales es la siguiente:

	2005		2006
	Valor en libros	Valor reexpresado	Valor en libros
Utilidad contable antes de impuesto sobre la renta	110,904	115,972	151,183
Más:			
• Ajuste por diferencia en cambio a la inversión en la sociedad Cativén S.A.	7,630	7,979	3,285
• Provisión de inversiones	272	284	49,906
• Provisión de otros activos	2,631	2,751	3,312
• Gasto no deducible por pasivos provisionados	23,755	24,841	40,229
• Impuesto para preservar la seguridad democrática	4,579	4,788	4,829
• Provisión de merma desconocida	12,402	12,969	12,893
• Gravamen a los movimientos financieros	9,079	9,494	9,435
• Gasto provisión industria y comercio, predial y timbre	3,467	3,625	8,941
• Gastos no deducibles	10,284	10,754	17,677
• Gasto impuesto de industria y comercio, avisos y tableros y predial no deducible	9,503	9,937	11,276
• Reintegro de depreciación diferida	1,048	1,096	1,096
• Gasto depreciación IVA de activos fijos adquiridos en 1999 y 2000	557	582	421
• Diferencia entre corrección monetaria contable y fiscal	5,072	5,304	1,872
• Ajuste gasto depreciación por diferencia contable y fiscal			1,700
Menos:			
• Diferencia entre el costo contable y fiscal de activos fijos vendidos por efecto de saneamiento fiscal.	(2,727)	(2,852)	(68,446)
• Recuperación de provisión de activos de períodos anteriores	(11,344)	(11,862)	(9,042)
• Amortización de exceso de renta presuntiva sobre renta líquida del año 2000.			(1,384)
• Provisión de pasivos de años anteriores, deducibles en el año actual	(32,460)	(33,943)	(18,565)
• Pagos del año de industria y comercio, predial.	(3,328)	(3,480)	(3,468)
• Otras partidas deducibles	(662)	(692)	
• Provisión de inventarios de años anteriores, deducible en el actual	(8,638)	(9,033)	(12,402)
• Ingreso por método de participación de resultados	(897)	(938)	(724)
• Otros ingresos no gravables	(206)	(215)	(4,405)
• Ingresos no constitutivos de renta ni de ganancia ocasional	(661)	(691)	(1,889)
• Deducción del 30% de la inversión en activos productores de renta	(36,071)	(37,719)	(82,711)
Total renta líquida ordinaria	104,189	108,951	115,019

El movimiento del impuesto de renta diferido durante el año fue el siguiente:

	2005		2006
	Valor en libros	Valor reexpresado	Valor en libros
Saldo al inicio del año	(17,636)	(18,442)	(13,396)
Ajuste neto al impuesto diferido de años anteriores	1,305	1,365	802
Impuesto sobre la renta diferido en el año por efecto de:			
• Gastos provisionados	(8,880)	(9,286)	(14,100)
• Provisión de inversiones no deducible	(104)	(109)	(9,473)
• Provisión de activos no deducible	(4,787)	(5,006)	(4,594)
• Impuestos no deducibles	(1,335)	(1,396)	(3,040)
• Ajuste gasto depreciación diferencia contable -fiscal			(578)
• Reintegro de depreciación diferida	(403)	(421)	(373)
• IVA de activos fijos	(175)	(183)	(119)
• Utilización de pasivos provisionados	15,823	16,546	11,922
• Recuperación de provisión de activos	1,096	1,146	2,042
• Impuestos deducibles	1,281	1,340	1,335
• Amortización de exceso de renta presuntiva sobre renta ordinaria			509
• Amortización del 80% del impuesto de avisos por pagar	190	199	
• Ajuste al impuesto diferido por ajustes por inflación a la depreciación diferida	229	239	194
Movimiento neto del año	2,935	3,069	(16,275)
Saldo al final del año (2)	(13,396)	(14,008)	(28,869)

M. Anexo: Conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales y el movimiento de Impuesto diferido años 2006 y 2007

La conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales es la siguiente:

	2006	2007
Utilidad contable antes de impuesto sobre la renta	151,959	184,788
Mas:		
- Ajuste por diferencia en cambio a la inversión en la sociedad Cativen S.A.	3,285	8,715
- Provisión de inversiones	49,906	80
- Provisión de otros activos	3,312	1,195
- Gasto no deducible por pasivos provisionados	40,229	54,274
- Impuesto para preservar la seguridad democrática	4,899	-
- Provisión de merma desconocida	12,893	17,087
- Gravamen a los movimientos financieros	9,496	6,055
- Gasto provisión industria y comercio, predial y timbre	8,941	27,866
- Gastos no deducibles	17,917	14,400
- 20% gasto impuesto de industria y comercio y predial no deducible	11,378	-
- Reintegro de depreciación diferida	1,096	1,771
- Gasto depreciación IVA de activos fijos adquiridos en 1999 y 2000	421	-
- Diferencia entre corrección monetaria contable y fiscal	1,833	-
- Ajuste gasto depreciación por diferencia contable y fiscal	1,700	1,827
- Gasto amortización crédito mercantil de Carulla no deducible	-	13,072
- Reintegro de deducción por inversión de activos fijos productivos	-	23,602
- Efecto filial	821	19,809
Menos:		
- Diferencia entre el costo contable y fiscal de activos fijos vendidos por efecto de saneamiento fiscal	(68,446)	(40,397)
- Recuperación de provisión de activos de periodos anteriores (1)	(9,042)	(16,214)
- Amortización de excesos de renta presuntiva sobre renta líquida de años anteriores	(1,384)	-
- Provisión de pasivos de años anteriores, deducibles en el año actual	(18,565)	(35,937)
- Pagos del año de industria y comercio, predial y timbre	(3,468)	(23,423)
- Provisión de inventarios de años anteriores, deducible en el año actual	(12,402)	(12,893)
- Ingreso por método de participación de resultados	(724)	(14,318)
- Ingresos no constitutivos de renta ni de ganancia ocasional	(1,905)	(796)
- Otros ingresos no gravables	(4,405)	(7,025)
- Deducción del 40% (2006, 30%) de la inversión en activos productores de renta	(82,711)	(76,512)
- Ingreso por indemnización de siniestros no pagado	-	(86,151)
Total renta líquida ordinaria	117,034	59,875

El movimiento del impuesto de renta diferido durante el año fue el siguiente:

	2006	2007
Saldo al inicio del año	(13,396)	(33,206)
Ajuste neto al impuesto diferido de años anteriores (1)	802	11,027
Impuesto sobre la renta diferido en el año por efecto de:		
- Gastos provisionados	(14,100)	(6,198)
- Provisión de inversiones no deducible	(9,473)	-
- Provisión de otros activos no deducible	(4,594)	(907)
- Impuestos no deducibles	(3,040)	(2,127)
- Ajuste al gasto depreciación - diferencia contable y fiscal	(578)	(394)
- Reintegro de depreciación diferida	(373)	(379)
- IVA de activos fijos	(119)	-
- Utilización de pasivos provisionados	11,922	1,660
- Recuperación de provisión de activos	2,042	-
- Impuestos deducibles	1,335	2,260
- Amortización (Exceso) de renta presuntiva sobre renta ordinaria (2)	509	(10,723)
- Ajuste al impuesto diferido por ajustes por inflación a la depreciación diferida	194	-
- Ingreso por indemnización no pagada (3)	-	28,426
Movimiento neto del año	(16,275)	11,618
Saldo al final del año (4)	(28,869)	(10,561)

N. Anexo: Conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales y el movimiento de Impuesto diferido años 2008 y 2009

La conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales es la siguiente:

	2009	2008
Utilidad contable antes de impuesto sobre la renta	157,185	158,216
Más:		
- Pérdida en venta de inversiones Makro S.A.	31,766	-
- Gastos no deducibles por límite sobre renta líquida	3,233	60,108
- Provisión de inversiones	-	40,920
- Gastos no deducibles por pasivos provisionados	19,912	32,632
- Provisión de merma desconocida	21,667	19,279
- Gasto amortización crédito mercantil Carulla no deducible	19,305	18,017
- Gasto provisión industria y comercio, predial y timbre	17,420	14,871
- Gastos no deducibles	6,913	13,652
- Recuperación depreciación en venta de activos fijos	6,893	-
- Ajuste gasto depreciación por diferencia contable y fiscal	5,865	1,962
- Gravamen a los movimientos financieros	672	1,887
- Reintegro de depreciación diferida	8,013	1,114
- Provisión de otros activos	5,320	3,597
- Reintegro de deducción por inversión en activos fijos productivos	19,048	114
Menos:		
- Deducción del 40% de la inversión en activos productores de renta	(35,897)	(136,980)
- Diferencia entre el costo contable y fiscal de activos fijos vendidos por efecto de saneamiento fiscal	(63,757)	(87,953)
- Otros ingresos no gravables	(6,224)	(51,937)
- Provisión de pasivos de años anteriores, deducibles en el año actual	(44,030)	(51,562)
- Ingreso por método de participación de resultados	(81,715)	(21,155)
- Provisión de inventarios de años anteriores, deducible en el actual	(19,279)	(16,423)
- Provisión de industria y comercio y predial año anterior deducible en año actual	(14,871)	(12,489)
- Ajuste por diferencia en cambio a la inversión en la sociedad Cativen S.A.	-	(8,901)
- Ingresos no constitutivos de renta ni de ganancia ocasional	(40)	(3,111)
- Recuperación de provisión de activos (*)	(41,249)	(1,963)
- Amortización excesos de renta presuntiva años anteriores	(16,150)	-
Total renta líquida (pérdida) ordinaria	-	(26,105)

El movimiento del impuesto de renta diferido durante el año fue el siguiente:		
	2009	2008
Saldo al inicio del año	(52,899)	(6,795)
Ajuste neto al impuesto diferido de años anteriores	557	(25,403)
Impuesto sobre la renta diferido en el año por efecto de:		
- Exceso de renta presuntiva sobre renta ordinaria (1)	(19,584)	(24,770)
- Ajuste gasto depreciación diferencia contable -fiscal	167	(647)
- Reintegro de depreciación diferida reducción de saldos	(2,644)	(368)
- Gastos provisionados	5,015	4,683
- Provisión de activos no deducible	(788)	401
Movimiento neto del año	(17,834)	(20,701)
Saldo al final del año (Ver nota 13) (2)	(70,176)	(52,899)

O. Anexo: Conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales y el movimiento de Impuesto diferido años 2009 y 2010

La conciliación entre la utilidad contable y la renta gravable para efectos fiscales fue la siguiente:

	2010	2009
Utilidad contable antes de impuesto sobre la renta	286,722	194,112
Más:		
- Pérdida en retiro de construcciones y venta de inversiones	6,616	31,766
- Provisión de otros activos	71,562	5,334
- Gastos no deducibles por pasivos provisionados	22,947	20,746
- Provisión de merma desconocida	31,017	21,667
- Gravamen a los movimientos financieros	669	859
- Gasto provisión industria y comercio y predial	20,183	23,578
- Gastos no deducibles	12,250	7,998
- Recuperación depreciación en venta de activos fijos	4,818	6,893
- Reintegro de depreciación diferida	-	8,013
- Gastos no deducibles por límite sobre renta líquida	-	3,233
- Ajuste gasto depreciación por diferencia contable y fiscal	3,347	5,865
- Gasto amortización crédito mercantil de Carulla Vivero S.A.	-	19,305
- Reintegro de deducción por inversión de activos fijos productivos	1,203	27,054
- Gasto método de participación Didetexco S.A.	508	-
- Efecto filiales	1,354	81,550
Menos:		
- Retiro de utilidad en venta de activos fijos para declarar por ganancias ocasionales	(44,407)	(77,975)
- Ajuste por diferencia en cambio a la inversión en la sociedad Cativén S.A.	-	-
- Recuperación de provisión de activos (1)	(85,284)	(41,249)
- Provisión de pasivos de años anteriores, deducibles en el año actual	(31,620)	(48,204)
- Pagos del año de industria y comercio y predial	(18,362)	(22,007)
- Deducción crédito mercantil Carulla adicional a lo contable	(155,094)	(19,652)
- Provisión de inventarios del año anterior, deducible en el año actual	(22,088)	(81,715)
- Ingreso por método de participación de resultados	-	(95)
- Ingresos no constitutivos de renta ni de ganancia ocasional	(50)	(10,000)
- Otros ingresos no gravables	(491)	-
- Deducción de 40% de la inversión en activos productores de renta	(51,452)	(35,897)
- Amortización excesos de renta presuntiva años anteriores y pérdida fiscal	-	(19,810)
Total renta líquida ordinaria	54,348	101,369

El movimiento del impuesto de renta diferido durante el año fue el siguiente:

	2010	2009
Saldo al inicio del año	(72,355)	(57,719)
Ajuste neto al impuesto diferido de años anteriores	-	(1)
Impuesto sobre la renta diferido en el año por efecto de:		
- Gastos provisionados no deducibles	(12,330)	5,008
- Provisión de otros activos no deducible	(10,236)	(351)
- Impuestos no deducibles	(6,323)	(531)
- Ajuste al gasto depreciación - diferencia contable y fiscal	865	167
- Reintegro de depreciación diferida	-	(2,644)
- Utilización de pasivos provisionados deducibles	7,416	2,676
- Utilización provisión de inventarios deducible	7,150	-
- Impuestos deducibles	6,059	1,189
- Exceso de renta presuntiva sobre renta ordinaria (1)	(17,864)	(20,149)
- Impuesto dif. por pagar deducción crédito mercantil Carulla	8,371	-
Movimiento neto del año	(16,892)	(14,635)
Saldo al final del año (2)	(89,247)	(72,355)