

julio de 2023

**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

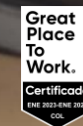


Estrategia Renta Variable

# Múltiplos refuerzan Neutralidad

Brayan Andrey Alvarez Diaz  
Omar Javier Suarez Triviño

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



# Múltiplos Grupo Éxito

## Múltiplos refuerzan Neutralidad

Con el análisis de múltiplos a través de diferentes metodologías, reforzamos nuestra recomendación de Neutral frente a la acción de Grupo Éxito, estimando un Precio Objetivo de COP 4.830, reflejando un potencial de valorización de 16,4%, que incluyendo dividendos se ubicaría en 20,4%, frente al precio de mercado de COP 4.150, dado el mayor descuento de otras acciones en el mercado colombiano. Para esto realizamos un análisis de los múltiplos históricos de Precio/Valor en Libros (PVL), EV/EBITDA y EV/Ventas, contrastándolos con algunos indicadores fundamentales como el Retorno sobre Patrimonio (ROE), Retorno sobre Capital Invertido (ROIC) y el Margen EBITDA. Del mismo modo, se calcularon cifras para los comparables de la compañía, al igual que la evolución histórica de estas. Asimismo, se tomaron en cuenta los datos de las transacciones comparables de fusiones y adquisiciones que se han llevado a cabo en los sectores de consumo discrecional y de primera necesidad, en Latinoamérica. Finalmente, se realizó un análisis de escenarios teniendo en cuenta el modelo básico de dividendos de Gordon de 1 etapa, donde se buscó observar el Costo del Equity (Ke) y la tasa de crecimiento implícita en el precio de mercado actual.

Del mismo modo, se corroboró que Grupo Éxito históricamente ha mostrado un descuento importante frente a los comparables, explicado por un desempeño menos sobresaliente en sus fundamentales, dada la coyuntura económica de alta inflación y altos costos de la deuda, lo que ha deteriorado los márgenes.

Por último, se observó que los múltiplos y valoraciones que han tenido las transacciones similares a la de GPA y Grupo Éxito, se han realizado a múltiplos muy superiores a los que la compañía presenta actualmente, por esta razón el Precio Objetivo (PO) por esta metodología es el mayor de las 4 empleadas.



### Precio Grupo Éxito

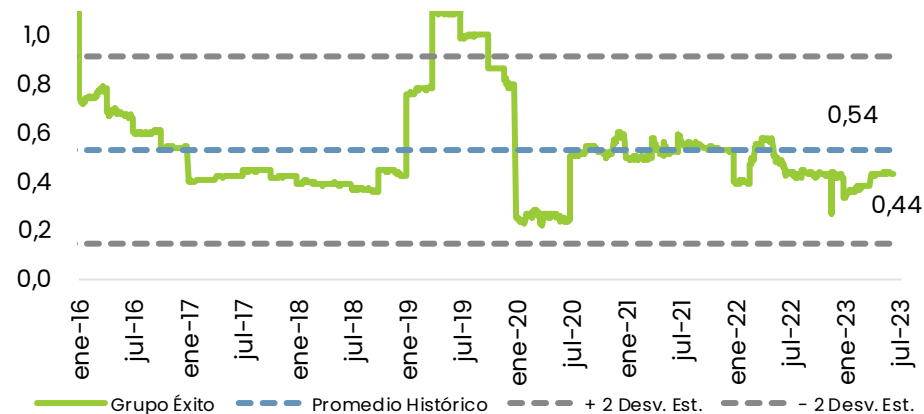
Cifras en COP



**Promedio histórico de múltiplos:** Grupo Éxito actualmente está cotizando a múltiplos moderadamente por debajo al promedio histórico, teniendo en cuenta el comportamiento de los últimos 7 años. Se observa un Precio/Valor en libros (PVL) 13% menor al promedio, mientras que, el EV/EBITDA se encuentra alrededor de un 27% por debajo de la media histórica, mientras que el EV/Ventas lo hace un 23%. De este modo, el potencial de valorización en el precio podría verse beneficiado de la escisión que involucra a la compañía y a GPA, lo cual mejoraría potencialmente la liquidez de la acción y podría servir como catalizador para impulsar este comportamiento positivo. Así, asumiendo que la acción se ubique en el promedio histórico de sus múltiplos, esperaríamos un Precio Estimado (PE) de COP 5.598, ponderando los PE de cada uno por igual (33,3%), siendo EV/EBITDA aquel en donde se observa un mayor potencial de valorización, alcanzando los COP 6.040, seguido por los COP 5.979 del EV/Ventas y COP 4.774 del PVL.

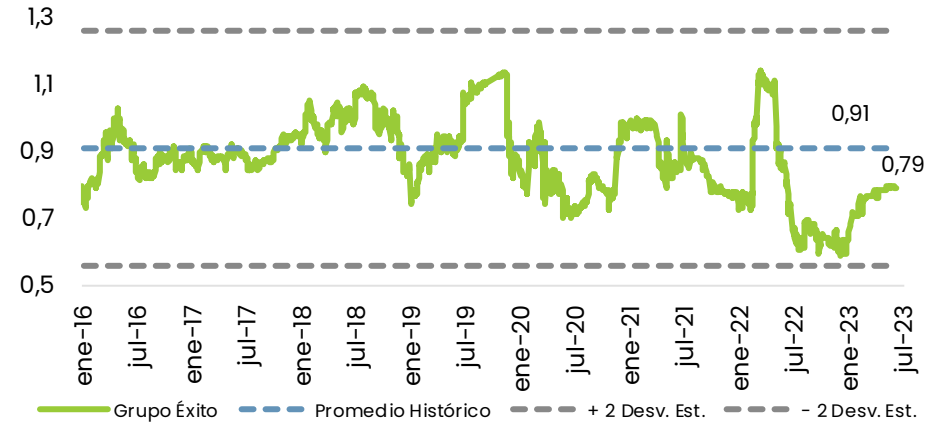
### EV / Ventas

Cifras en número de veces



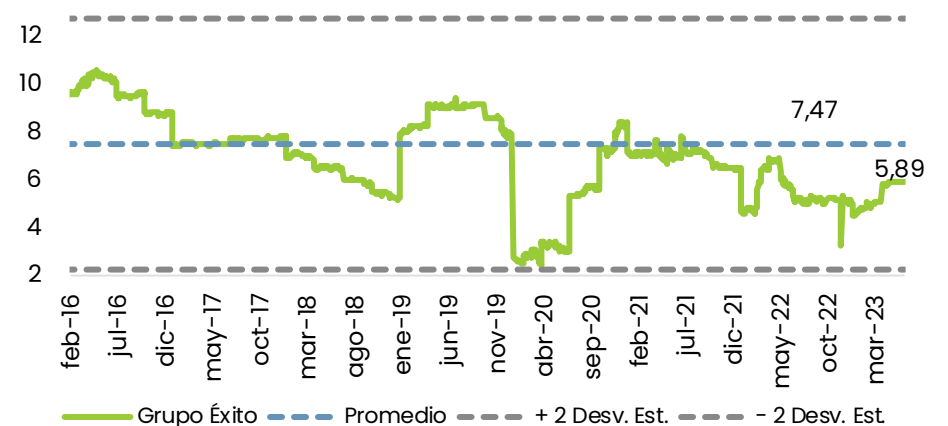
### PVL

Cifras en número de veces



### EV/EBITDA

Cifras en número de veces



**Múltiplos históricos Éxito vs. Comparables:** Al momento de compararlo históricamente con los múltiplos promedio de sus comparables, observamos un descuento estructural histórico (que actualmente se ha reducido), siendo de 29,5% en promedio de los diferentes múltiplos, cuando en los últimos años se encontraba un 34,7% por debajo. Lo anterior, podría explicarse, en parte, por unos fundamentales más débiles por parte de la compañía frente a sus comparables, donde en los últimos 7 años, se tiene una media de 4,11% de ROE, menor al 7,37% presentado en nuestra muestra, comportamiento similar se observe en el ROIC (4,5% vs. 7,46%) y Margen EBITDA (8,27% vs. 9,66%). Por lo anterior, respecto a las cifras actuales de los comparables, se esperaría un menor precio al que está cotizando, guardando la relación histórica, retrocediendo gradualmente hacía el PE, por esta metodología, de COP 3.905.

**PVL Histórico Grupo Éxito vs. Comparables**

Cifras en número de veces



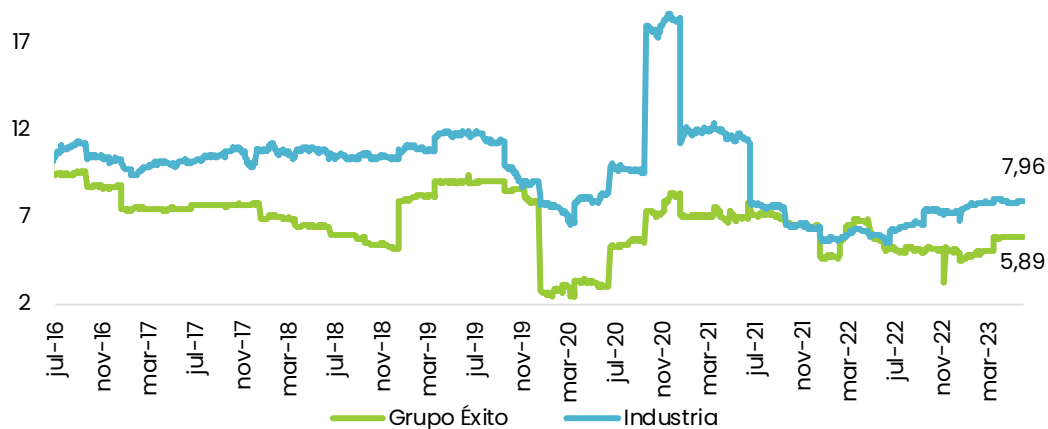
**EV/Ventas Histórico Grupo Éxito vs. Comparables**

Cifras en número de veces



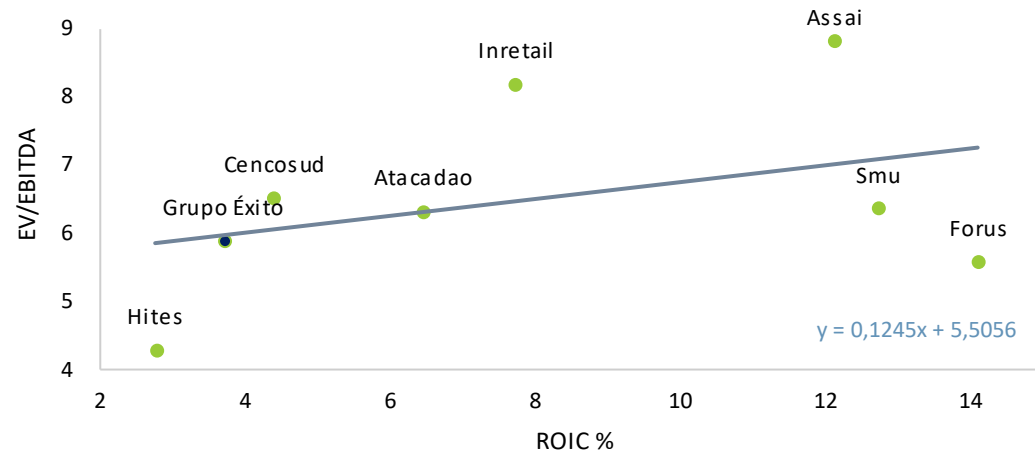
**EV/EBITDA Histórico Grupo Éxito vs. Comparables**

Cifras en número de veces



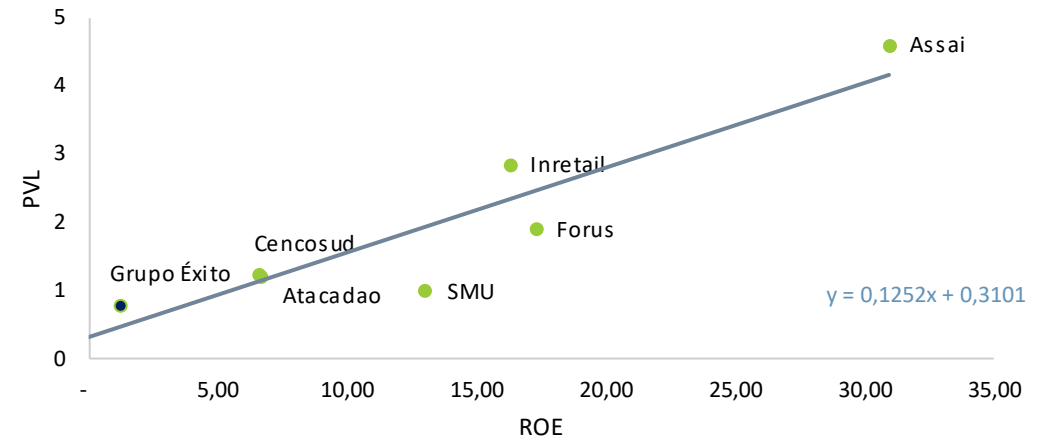
### ROIC vs. EV/EBITDA

Cifras en % (Eje Y) y Número de veces (Eje X)



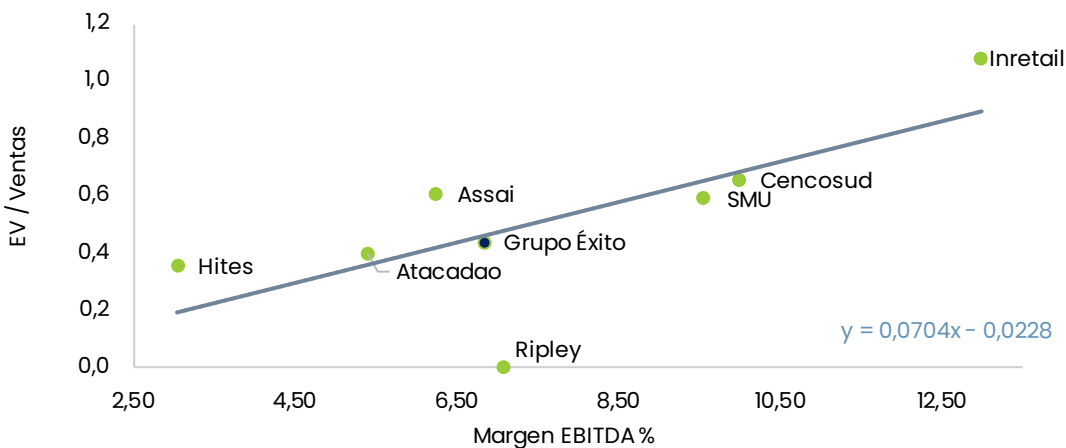
### ROE vs. Precio / Valor en libros

Cifras en % (Eje Y) y Número de veces (Eje X)



### Margen EBITDA vs. EV/Ventas

Cifras en % (Eje Y) y Número de veces (Eje X)



**Múltiplos vs. Fundamentales:** Teniendo en cuenta un múltiplo últimos 12 meses para nuestra muestra de comparables, se observa que Grupo Éxito está muy cercano a su valor justo (sobre la línea de tendencia), dados los resultados actuales de la compañía, que se han visto afectados por el contexto macroeconómico, donde el nivel de precios de las materias primas se ha incrementado de manera importante, así como el costo de la deuda, lo que ha incrementado los Gastos Financieros y han deteriorado los márgenes y fundamentales de la empresa, alejándose del promedio histórico, principalmente el ROE. Así, manteniendo las cifras actuales, el PE se ubicaría en COP 4.000, sin embargo, esperando un retorno progresivo a cifras pre pandemia, cercanas al promedio histórico de sus fundamentales, este se ubicaría alrededor de los COP 5.291.



**Transacciones comparables:** En los últimos años se han dado múltiples transacciones en los segmentos de Consumo discrecional y de primera necesidad, tomando como muestra las realizadas en América Latina, estas registran múltiplos cercanos a los que se cotiza en el mercado. Realizando el ejercicio de estimar un PE que guarde relación con la mediana de los datos en las transacciones, observamos un potencial de crecimiento en el precio de la acción, situándose en COP 5.933.

### Nuestro Precio Objetivo

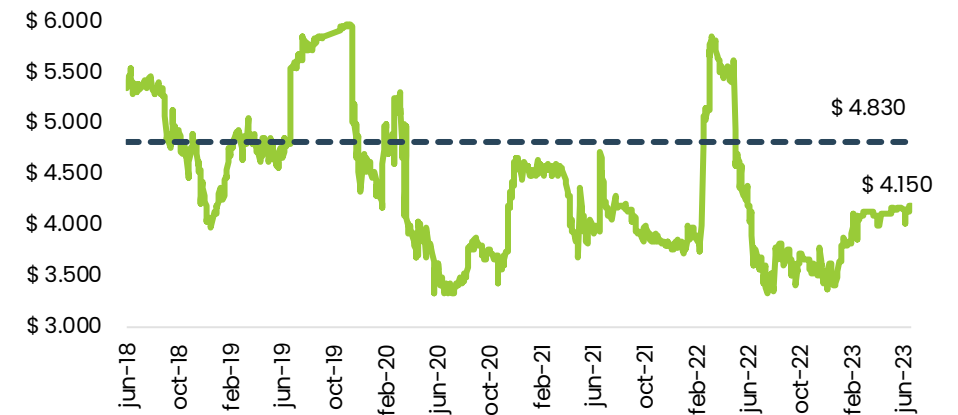
Teniendo en cuenta las 4 metodologías expuestas anteriormente, otorgándoles la misma ponderación (25%) a cada PO estimado en cada una de ellas, **nuestro Precio Objetivo sería de COP 4.830, mostrando un potencial de valorización de 16,4%, en comparación con los COP 4.150** del cierre del 4 de Julio del 2023, y que reflejaría un PVL de 0,92x, mientras que este reflejaría un múltiplo EV/EBITDA y EV/Ventas de 6,46x y 0,47x respectivamente, mostrando un aumento frente a los actuales (PVL = 0,79x; EV/EBITDA = 5,89x; EV/Ventas = 0,44x).

### Consideraciones e implicaciones

**Dividend Yield por debajo de los comparables:** Con el dividendo de COP 167,5 por acción, decretados por Grupo Éxito y pagados el 30 de marzo de 2023, se observa una rentabilidad por dividendo de 4,04% respecto al precio de mercado actual, la cual es menor en comparación con el promedio de sus comparables, el cual se ubica en 7,16%. Por su parte, la rentabilidad total, teniendo en cuenta el potencial de valorización de 16,4%, junto con la rentabilidad por dividendo, esperaríamos que sea alrededor del 20,4%.

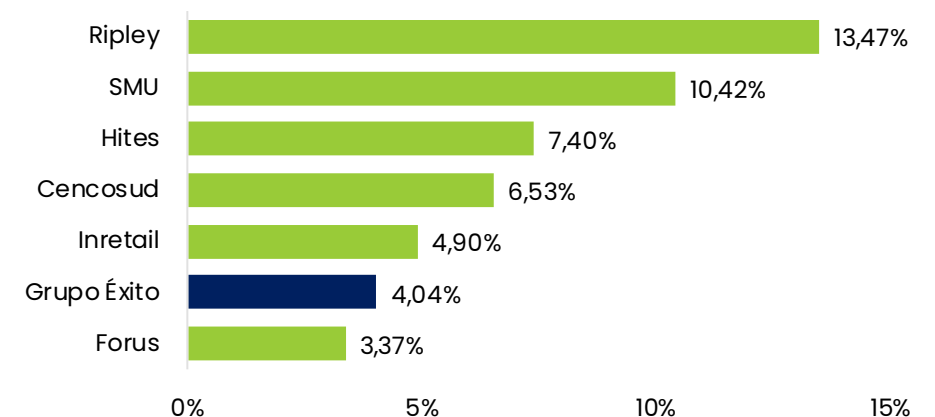
### Evolución histórica del precio vs. Precio Objetivo

Cifras en COP



### Dividend Yield Grupo Éxito vs. Comparables

Cifras en %



## Escenarios modelo de dividendos 1 etapa

Cifras en COP

		Ke									
		11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
G	5,5%	3.045	2.577	2.233	1.971	1.763	1.595	1.457	1.340	1.241	1.155
	6,0%	3.350	2.792	2.393	2.094	1.861	1.675	1.523	1.396	1.288	1.196
	6,5%	3.722	3.045	2.577	2.233	1.971	1.763	1.595	1.457	1.340	1.241
	7,0%	4.188	3.350	2.792	2.393	2.094	1.861	1.675	1.523	1.396	1.288
	7,5%	4.786	3.722	3.045	2.577	2.233	1.971	1.763	1.595	1.457	1.340
	8,0%	5.583	4.188	3.350	2.792	2.393	2.094	1.861	1.675	1.523	1.396
	8,5%	6.700	4.786	3.722	3.045	2.577	2.233	1.971	1.763	1.595	1.457
	9,0%	8.375	5.583	4.188	3.350	2.792	2.393	2.094	1.861	1.675	1.523
	9,5%	11.167	6.700	4.786	3.722	3.045	2.577	2.233	1.971	1.763	1.595
	10,0%	16.750	8.375	5.583	4.188	3.350	2.792	2.393	2.094	1.861	1.675

**Costo del Patrimonio y crecimiento de dividendos implícito:** Teniendo en cuenta un modelo valoración por dividendos de una etapa, se hizo una evaluación de escenarios con diferentes Costos del Patrimonio ( $K_e$ ) y Tasa de crecimiento perpetuo de los dividendos ( $G$ ), en donde se encontró que, a precio de mercado, teniendo en cuenta nuestra estimación de  $K_e$ , de alrededor de 12,7%, siendo menor al actual dada la naturaleza del modelo, donde utilizamos las cifras de largo plazo para la inflación, así como un beta de 1,0x, se esperaría un  $G$  ligeramente superior al 8,5%, ubicándose por encima de nuestras estimaciones de 6,5%.

# ¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



**Juan David Ballén**  
Director de Análisis y Estrategia  
[juan.ballen@casadebolsa.com.co](mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22622



**Ana María Reyes**  
Analista de Renta Fija  
[ana.reyes@casadebolsa.com.co](mailto:ana.reyes@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22602



**Luis Felipe Sánchez**  
Analista Junior de Renta Fija  
[luis.sanchez@casadebolsa.com.co](mailto:luis.sanchez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22710



**Juan Camilo Gutiérrez**  
Practicante  
[juan.gutierrez@casadebolsa.com.co](mailto:juan.gutierrez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 23632



**Omar Suárez**  
Gerente Estrategia Renta Variable  
[omar.suarez@casadebolsa.com.co](mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619



**Angie Katherine Rojas**  
Analista de Renta Variable  
[angie.rojas@casadebolsa.com.co](mailto:angie.rojas@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



**Brayan Andrey Álvarez**  
Analista de Renta Variable  
[brayan.alvarez@casadebolsa.com.co](mailto:brayan.alvarez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22636



**Roberto Paniagua**  
Analista de Renta Variable  
[roberto.paniagua@casadebolsa.com.co](mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703


El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.







# Contáctenos

[analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co](mailto:analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co)

## Síguenos:

 @CasadeBolsaSCB

 CasadeBolsaGrupoAval

   Casa de Bolsa SCB Grupo Aval

 [www.casadebolsa.com.co](http://www.casadebolsa.com.co)

Accede a todos  
nuestros informes  
**escaneando** el  
siguiente código QR



### Bogotá

**t.** (601) 606 21 00

**f.** 755 03 53

**d.** Cra 13 No 26-45, Oficina  
502, Edificio  
Corficolombiana

### Medellín

**t.** (604) 604 25 70

**f.** 321 20 33

**d.** Cl 16 A sur No 43A-49,  
Piso 11, Edificio  
Corficolombiana

### Cali

**t.** (602) 898 06 00

**f.** 889 01 58

**d.** Cl 10 No 4-47, Piso 21  
Edificio Corficolombiana

### Bucaramanga

**t.** (602) 898 06 00

**f.** 889 01 58

**d.** Cl 10 No 4-47, Piso 21  
Edificio Corficolombiana

# ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. (“Corficolombiana”) y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa (“Casa de Bolsa”). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

## **CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA**

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

## **INFORMACIÓN DE INTERÉS**

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

**Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.**