

Grupo Éxito: Sector Consumo-Ventas Minoristas

INICIO DE COBERTURA | Julio de 2018

INICIO DE COBERTURA | Grupo Éxito: Generación de Caja Comprometida

Grupo Éxito (BVC: Éxito CB) es un grupo económico que se dedica mayormente a las ventas al detal de alimentos. Adicionalmente, ha incurrido en el negocio de bienes raíces comerciales, sin embargo, los ingresos de este segmento no son materiales e incluso, no se contabilizan explícitamente. El grupo tiene operaciones en Brasil bajo Companhia Brasileira de Distribuição, en Colombia bajo Almacenes Éxito, en Uruguay bajo Disco y Devoto y finalmente en Argentina bajo Libertad. Se inicia cobertura del emisor y luego de realizar la valoración de las operaciones del grupo en los 4 países, se considera que el precio objetivo de la acción a 12 meses es de COP 14,973.72 /acción. A pesar de que el precio objetivo se encuentra dentro de un rango que implica una opinión neutral con respecto al precio de mercado, se considera oportuno la venta de la acción dado los riesgos inherentes al emisor y un potencial de valorización de la partición de Brasil que podría no verse reflejado en la acción del grupo.

ÉXITO	
VENTA	
Precio Objetivo 12 meses (COP)	14,973
Precio Cierre Julio. 05 (COP)	16,020
Potencial Desvalorización	-6.53%
Sector	
Consumo	
Industria	
Ventas Minoristas	
Ticker (Bloomberg)	
ÉXITO CB	BVC

GRUPO ÉXITO: Resultados consolidados no reflejan dificultades operativas

El grupo consolida el 100% de las operaciones en los 4 países en que opera. No obstante, la participación económica en Brasil es del 18.7% y el tamaño de Companhia Brasileira de Distribuição es mucho mayor a las otras subsidiarias del grupo. Por esta razón, los estados financieros del grupo tienen un sesgo importante al desempeño de Brasil y se considera que no muestran la situación económica real del grupo.

DIVIDENDOS: Condenados por el servicio de la deuda

La política de dividendos del grupo refleja un comportamiento muy volátil y una estrategia enfocada a persuadir al accionista minoritario. Para el año 2017, los dividendos disminuyeron 98% buscando flexibilidad en los flujos de caja mientras que para el año 2018 los dividendos aumentaron 400%. Aumento que busca persuadir al accionista minoritario de las dificultades para hacer frente a las obligaciones contractuales de Almacenes Éxito.

COLOMBIA: El vehículo de inversión de Grupo Casino que no puede crecer

Almacenes Éxito es la empresa que se encarga de las operaciones en Colombia de Grupo Éxito. Durante 2015, Almacenes Éxito asumió la carga financiera requerida para que Grupo Éxito comprara la participación en Brasil y Argentina, carga que resulta elevada para la capacidad de pago de la compañía, al punto de limitar su potencial de crecimiento.

Brasil: Buena inversión, transacción complicada

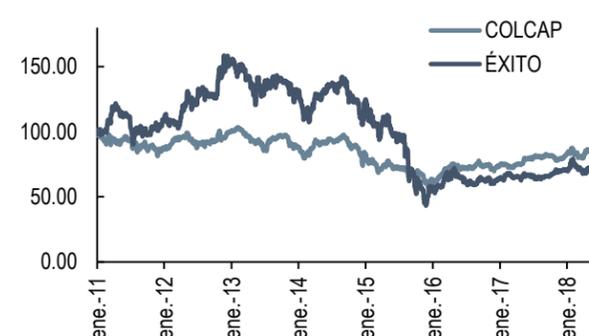
Creemos que la transacción que se realizó para obtener el control de Companhia Brasileira de Distribuição no responde a una estrategia de expansión regional por parte de Grupo Éxito. Por el contrario, consideramos que la adquisición se realizó producto de una estrategia de casa matriz para reorganizar sus operaciones en la región. Los accionistas minoritarios de Grupo Éxito se vieron afectados en la medida en que la capacidad de inversión y retorno de capital de Almacenes Éxito se limitó, mientras que Grupo Casino se benefició al alcanzar el objetivo de su estrategia en la región.

Argentina: Promesa incumplida

Si bien las operaciones de Libertad se compraron en un momento de declive económico en Argentina y pensando en una compra barata que rendiría frutos en el corto-mediano plazo, la compra de Libertad está tardando más de lo planeado en generar beneficios económicos. Libertad sigue estando expuesta al declive económico en Argentina y las proyecciones de crecimiento del país no son alentadoras. Es altamente probable que Grupo Éxito considera la disposición del activo si continúan la demora de resultados y más aún, si Almacenes Éxito empieza a reflejar las dificultades para hacer frente a las obligaciones contractuales mientras satisface las necesidades operativas y de expansión.

Precio de cierre 05- Jul.-18	\$	16,020
52 Semanas Max	\$	18,740
52 Semanas Min	\$	14,740
Retorno YTD (5 - Jul.)		-2.32%
Retorno 12 - Meses		3.92%
Capitalización Bursátil (COP Bn)	\$	7,215.4
Flotante (%)		35.43%
Volumen Prom. Diario 1y (COP mil)	\$	133,050

Gráfico 1. Grupo Éxito: Comportamiento bursátil.



Fuente: Bloomberg, construccióncorficolombiana

	CONTENIDO	PÁG.
I.	Grupo Éxito y el papel de Almacenes Éxito	4
II.	Grupo Éxito	5
III.	Conclusiones	42

Contactos

	Luis Miguel Alcega
Cargo	Analista de Renta Variable II
Teléfono	(+571) 3538787 ext. 6194
Correo:	luis.alcega@corficolombiana.com
	Andrés Duarte Pérez
Cargo	Director de Renta Variable
Teléfono	(+571) 2863300 ext. 6163
Correo:	andres.duarte@casadebolsa.com.co

Tabla 1. Almacenes Éxito: Estado de Pérdidas y Ganancias (COP mm)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	10,535,419	11,266,801	10,904,958	11,341,156	11,851,508	12,539,466
Var. (%)		6.94%	-3.21%	4.00%	4.50%	5.80%
Utilidad Bruta	2,538,762	2,731,123	2,568,245	2,703,838	2,859,852	3,062,196
Var. (%)		7.58%	-5.96%	5.28%	5.77%	7.08%
Resultado de la Operación	535,939	469,466	226,729	238,640	292,408	373,756
Var. (%)		-12.40%	-51.70%	5.25%	22.53%	27.82%
Gastos Financieros	115,887	361,374	335,972	613,571	613,571	613,571
Utilidad Antes de Imp. a la Utilidad	803,577	116,197	140,323	-45,687	8,081	89,429
Var. (%)		-85.54%	20.76%	-132.56%	-117.69%	1006.65%
Impuestos a la Utilidad	230,082	72,669	-77,390	0	2,667	29,511
%	28.63%	62.54%	-55.15%	0.00%	33.00%	33.00%
Utilidad Neta Consolidada	573,495	43,528	217,713	-45,687	5,414	59,917
Var. (%)		-92.41%	400.17%	-120.98%	-111.85%	1006.65%
EBITDA	745,381	700,143	463,768	493,679	557,649	649,606
Margen EBITDA	7.08%	6.21%	4.25%	4.35%	4.71%	5.18%
Var. (%)		-6.07%	-33.76%	6.45%	12.96%	16.49%
Bruto Operacional Neto	24.10%	24.24%	23.55%	23.84%	24.13%	24.42%
	5.09%	4.17%	2.08%	2.10%	2.47%	2.98%
	5.44%	0.39%	2.00%	-0.40%	0.05%	0.48%

Tabla 2. Almacenes Éxito: Balance General (COP mm)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Efectivo y Equivalentes	810,647.00	1,098,825.00	1,619,695.00	1,135,256.86	1,041,552.67	1,011,845.61
Total Activo Circulante	2,462,801.00	2,691,680.00	3,273,274.00	2,749,186.67	2,729,534.57	2,807,277.03
PP&E Neto	2,130,807.00	1,853,618.00	1,750,449.00	1,675,410.00	1,512,185.04	1,342,431.08
Total Activo No Circulante	12,722,617.00	12,758,428.00	12,689,428.00	12,764,509.00	12,751,404.04	12,731,770.08
Total Activo	15,185,418.00	15,450,108.00	15,962,702.00	15,513,695.67	15,480,938.61	15,539,047.11
Deuda a Corto Plazo	219,387.00	469,362.00	799,920.00	0.00	0.00	0.00
Proveedores	1,975,964.00	2,304,514.00	2,642,486.00	2,428,773.87	2,389,002.48	2,371,086.95
Total Pasivo Circulante	3,464,148.00	3,930,675.00	4,667,219.00	3,572,836.87	3,534,665.52	3,532,856.82
Deuda a Largo Plazo	3,911,747.00	3,499,454.00	3,292,824.00	4,092,744.00	4,092,744.00	4,092,744.00
Total Pasivo LP	4,192,788.00	3,797,746.00	3,455,915.00	4,255,835.00	4,255,835.00	4,255,835.00
Total Pasivo	7,656,936.00	7,728,421.00	8,123,134.00	7,828,671.87	7,790,500.52	7,788,691.82
Ganancias retenidas	1,690,171.00	1,144,736.00	1,312,737.00	1,158,192.80	1,163,607.09	1,223,524.29
Total Patrimonio	7,528,482.00	7,721,687.00	7,839,568.00	7,685,023.80	7,690,438.09	7,750,355.29

Tabla 3. Companhia Brasileira de Distribuição: Estado de Ganancias y Pérdidas (BRL mm)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	37,198	41,454	44,634	49,241	55,428	62,807
Var. (%)		11.44%	7.67%	10.32%	12.56%	13.31%
Utilidad Bruta	9,075	9,521	10,703	11,533	12,779	14,394
Var. (%)		4.91%	12.41%	7.76%	10.81%	12.63%
Resultado de la Operación	1,531	796	1,569	2,033	2,682	3,519
Var. (%)		-48.01%	97.11%	29.55%	31.93%	31.21%
Gastos Financieros	698	705	498	525	884	1,124
Utilidad Antes de Imp. a la Utilidad	844	-47	779	1,617	1,965	2,622
Var. (%)		-105.57%	-1757.45%	107.59%	21.51%	33.46%
Impuestos a la Utilidad	229	24	297	603	717	935
%	27.13%	-51.06%	38.13%	37.30%	36.48%	35.65%
Utilidad Neta Segmento de Alimentos	615	-71	482	1,014	1,248	1,688
Var. (%)		-36.20%	-111.54%	-778.87%	110.36%	23.10%
EBITDA	2,181	1,503	2,348	2,906	3,646	4,571
Margen EBITDA	5.86%	3.63%	5.26%	5.90%	6.58%	7.28%
Var. (%)		-38.16%	45.09%	12.18%	11.47%	10.65%
Bruto Operacional Neto	24.40%	22.97%	23.98%	23.42%	23.06%	22.92%
	4.12%	1.92%	3.52%	4.13%	4.84%	5.60%
	1.65%	-0.17%	1.08%	2.06%	2.25%	2.69%

Tabla 4. Companhia Brasileira de Distribuição: Balance General (BRL mm)

	2016	2017	2018	2019	2020
Efectivo y Equivalentes	5,112.00	3,792.00	7,110.90	9,613.50	13,121.71
Total Activo Circulante	31,651.00	33,220.00	36,974.61	40,361.53	44,950.38
PP&E Neto	7,768.00	7,776.00	8,502.88	9,089.06	9,537.44
Total Activo No Circulante	13,566.00	14,708.00	15,477.21	16,164.02	16,743.74
Total Activo	45,217.00	47,928.00	52,451.82	56,525.55	61,694.12
Deuda a Corto Plazo	2,957.00	1,251.00	6,487.85	9,806.66	12,372.62
Proveedores	7,232.00	8,128.00	8,221.34	8,976.36	9,773.34
Total Pasivo Circulante	27,582.00	28,992.00	34,494.21	38,716.43	42,339.42
Deuda a Largo Plazo	2,912.00	3,337.00	1,445.00	147.00	107.00
Total Pasivo LP	5,038.00	5,644.00	3,755.56	2,465.74	2,433.75
Total Pasivo	32,620.00	34,636.00	38,249.77	41,182.17	44,773.17
Ganancias retenidas	0.00	-4.00	906.05	2,047.39	3,624.95
Total Patrimonio	12,597.00	13,292.00	14,202.05	15,343.39	16,920.95

Tabla 5. Almacenes Éxito: Resumen Indicadores

	2015	2016	2017	2018E
Liquidez				
Razón Corriente	0.71	0.68	0.70	0.77
Prueba Ácida	0.25	0.30	0.36	0.34
Razón de Efectivo	0.23	0.28	0.35	0.32
Ciclo de Conversión de Efectivo		-40.24	-56.49	-55.64
Solvencia				
Deuda/FCL	-0.71	8.01	7.12	69.53
FCL/Intereses	-50.22	1.37	1.71	0.10
Deuda/Activo	0.27	0.26	0.26	0.26
Deuda/Capital	0.38	0.37	0.40	0.38
Deuda/Patrimonio	0.55	0.51	0.52	0.53
Apalancamiento Financiero		2.01	2.02	2.03
Deuda/EBITDA	6.39	5.90	9.04	8.15
Deuda Neta/EBITDA	5.14	4.27	5.46	5.89
Cobertura de Intereses	4.62	1.30	0.67	0.39
Rentabilidad				
Crecimiento Ventas		6.94%	-3.21%	4.00%
Costos % Ventas	75.90%	75.76%	76.45%	76.16%
Gastos operativos % Ventas	19.01%	20.07%	21.47%	21.74%
Margen Bruto	24.10%	24.24%	23.55%	23.84%
Margen Operativo	5.09%	4.17%	2.08%	2.10%
Margen EBITDA	7.08%	6.21%	4.25%	4.35%
Margen Neto	5.44%	0.39%	2.00%	-0.40%
Retorno de Capital				
ROA Operativo		3.09%	1.47%	1.49%
ROA		0.29%	1.41%	-0.29%
ROC		4.03%	1.94%	2.00%
ROIC		4.33%	2.14%	2.31%
ROE		0.58%	2.82%	-0.58%

Tabla 6. Companhia Brasileira de Distribuição: Resumen Indicadores

	2015	2016	2017	2018E
Liquidez				
Razón Corriente			0.85	0.80
Prueba Ácida			0.42	0.48
Razón de Efectivo			0.34	0.43
Ciclo de conversión de efectivo			-35.63	-33.32
Solvencia				
Deuda/Activo		0.24	0.18	0.27
Deuda/Capital		0.32	0.26	0.36
Deuda/Patrimonio		0.47	0.35	0.56
Apalancamiento Financiero		0.00	2.89	2.89
Deuda/EBITDA		2.43	2.10	5.28
Deuda Neta/EBITDA		0.31	0.36	0.55
Cobertura de Intereses		4.33	3.12	2.13
Rentabilidad				
Crecimiento Ventas	7.07%	11.44%	7.67%	10.32%
Costos % Ventas	75.60%	77.03%	76.02%	76.58%
Gastos operativos % Ventas	20.28%	21.05%	20.46%	19.29%
Margen Bruto	24.40%	22.97%	23.98%	23.42%
Margen Operativo	4.12%	1.92%	3.52%	4.13%
Margen EBITDA	5.86%	3.63%	5.26%	5.90%
Margen Neto	1.65%	-0.17%	1.08%	2.06%
Retorno de Capital				
ROA Operativo		16.76%	16.07%	
ROA		0.88%	1.72%	
ROC		7.09%	8.04%	
ROIC		11.75%	14.43%	
ROE		3.72%	7.38%	

I. GRUPO ÉXITO Y EL PAPEL DE ALMACENES ÉXITO DENTRO DEL GRUPO	4
II. GRUPO ÉXITO	5
II.1. Grupo Éxito en el contexto de Grupo Casino	5
II.1.1 Fusión y Adquisición de Companhia Brasileira de Distribuição y Libertad con Almacenes Éxito.	5
II.1.2 Reorganización del Comercio En-Línea de Cnova N.A.	6
II.2. Riesgos inherentes a Grupo Éxito	7
II.3. ¿Qué dicen los Dividendos?	8
II.4. Operaciones en Colombia	9
II.4.1 Almacenes Éxito: Descripción del negocio y la empresa	9
II.4.2 Marcas de Comercialización	9
II.4.3 Competencia y ventajas competitivas	11
II.4.4 Almacenes Éxito en el contexto de las tiendas <i>hard discount</i>	12
II.4.5 Estrategia	14
II.4.6 Economía en Colombia	15
II.4.7 Análisis de Ventas y Margen Bruto	16
II.4.8 Gastos operativos y margen operativo	16
II.4.9 Capital de Trabajo y Flujo de Caja Operativo	17
II.4.10 Inversión en Activos Fijos	18
II.4.11 Retorno de Capital	19
II.4.12 Endeudamiento, solvencia y capacidad real de pago	20
II.4.13 Proyección de Estados Financieros	21
II.4.13.1 Ventas y Margen Bruto	21
II.4.13.2 Gastos operativos y margen operativo	22
II.4.13.3 Consideraciones con la deuda	22
II.4.13.4 Reinversión en capital de trabajo e inversión en activos fijos	23
II.4.14 Valoración	23
II.4.14.1 Modelo de Flujo de Caja Descontado, <i>DCF</i> por sus siglas en inglés.	23
II.4.14.2 Valoración por el método <i>MAPV (Modified Adjusted Present Value)</i>	24
II.4.14.3 Valoración relativa	25
II.5. Operaciones en Brasil	27
II.5.1 Industria de Ventas minoristas en el contexto de la economía Brasileña.	27
II.5.2 Companhia Brasileira de Distribuição	27
II.5.3 Marcas de comercialización	28
II.5.4 Segmentos de operación reportados	30
II.5.5 Competencia y ventajas competitivas	30
II.5.6 Estrategia	31
II.5.7 Estrategia con Vía Varejo	32
II.5.8 Análisis de Formatos de Tienda	33
II.5.9 Análisis de Ventas y Utilidad Bruta	34
II.5.10 Reinversión en capital de trabajo y en activos fijos.	36
II.5.11 Retorno de Capital	36
II.5.12 Proyecciones	37
II.5.12.1 Ventas, Utilidad Bruta y Utilidad Operativa	37
II.5.12.2 Reinversión en capital de trabajo y activos fijos	38
II.5.13 Valoración	38
II.6. Operaciones en Argentina y Uruguay	40
II.6.1 Valoración	40
III. CONCLUSIÓN	42

I. GRUPO ÉXITO Y EL PAPEL DE ALMACENES ÉXITO DENTRO DEL GRUPO

Grupo Éxito es un grupo económico que tiene operaciones en la región de Sur América a través de participaciones controlantes en cadenas minoristas en Colombia, Brasil, Uruguay y Argentina. No obstante, mientras que en Colombia, Uruguay y Argentina, la empresa posee participación económica y controlante del 100%, en Brasil, el grupo solo posee el 18.7% de la participación económica, y 50% del poder de voto. De esta manera, aunque Grupo Éxito consolida la operación de los cuatro países, su posición financiera dista mucho de lo que sugiere la consolidación de Brasil, donde lo que tiene realmente es un interés minoritario de inversión pasiva, o *minority pasive investment* por su nombre en inglés.

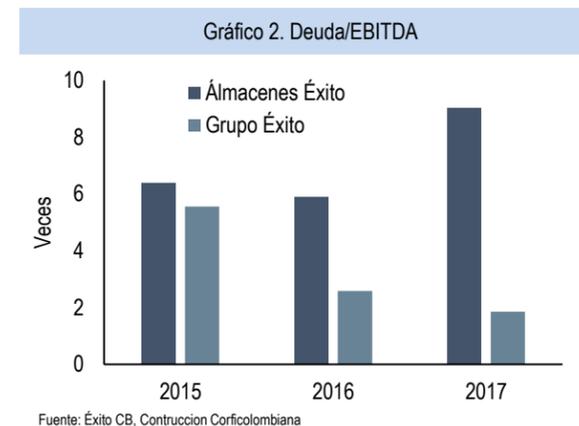
Los estados financieros consolidados dan una imagen que cambia –dramáticamente– una vez se quita el interés no controlante. De hecho, el interés minoritario del consolidado representa 60% del patrimonio total del grupo, y la utilidad neta atribuible a la participación minoritaria es 80% de la utilidad neta del grupo. Con esto en mente, y reconociendo el buen desempeño y potencial de la operación en Brasil, es de suma importancia analizar a la empresa por partes y no consolidada.

Ahora bien, ¿Cuál es el papel que juega Almacenes Éxito? Almacenes Éxito es la empresa que opera en Colombia y fue la que adquirió las operaciones de Brasil y Argentina en 2015. Esta transacción se realizó bajo un esquema de compra apalancada con la deuda atribuible a Almacenes Éxito, quien no tenía -ni tiene- la capacidad de pago para afrontar el apalancamiento resultante de endeudarse por COP 4.6Bn y llevo a la empresa a un indicador Deuda/EBITDA de 9.04x al cierre 2017. Hay que tener en mente que *Companhia Brasileira de Distribuição* y Almacenes Éxito comparten a Grupo Casino como grupo controlante. De esta forma, la adquisición fue producto de una estrategia de casa matriz para reorganizar su balance y operaciones en Sur América, Grupo Éxito se endeudó a través de Almacenes Éxito para realizar la compra de participación, donde el vendedor fue Grupo Casino, quien mantuvo su participación sobre GPA, a través de Grupo Éxito (control indirecto de GPA).

Con esta transacción Grupo Casino se benefició del *cash out* realizado y los accionistas minoritarios de Grupo Éxito quedaron pagando la elevada deuda de Almacenes Éxito, con una muy limitada disponibilidad de recursos para invertir o repartir como dividendos. Resaltamos que la situación de elevado apalancamiento de Grupo Éxito no se puede apreciar a partir de la información consolidada.

Actualmente, Almacenes Éxito está teniendo dificultades de caja que se han visto reflejadas en la repartición de dividendos del año 2017 y la refinanciación de la deuda en el mismo año. El nivel de endeudamiento de la empresa es tal que no puede hacer frente a las obligaciones contractuales mientras que satisface necesidades operativas tanto de capital de trabajo como de inversión en activos fijos.

La valoración que se describe a continuación enfatiza el impacto financiero real de Brasil sobre Grupo Éxito, así como el perfil crediticio de Almacenes Éxito y su efecto limitante sobre las operaciones de la empresa. De acuerdo a los resultados de la valoración, el principal aporte de valor para Grupo Éxito es la participación económica en *Companhia Brasileira de Distribuição*, sin embargo, el precio pagado por dicha participación ha contrarrestado cualquier sinergia entre las subsidiarias del grupo y hasta ahora ha perjudicado más de lo que ha beneficiado.



II. GRUPO ÉXITO

Grupo Éxito es una empresa multinacional líder en la región Sur Americana con presencia en Brasil, Colombia, Argentina y Uruguay. El negocio principal de la empresa es la venta minorista, particularmente de alimentos. Sin embargo, también devenga ingresos de negocios relacionados con bienes raíces comerciales. En la región, la compañía tiene presencia a través de posiciones estratégicas y controladores en empresas tales como: Companhia Brasileira de Distribuição en Brasil, Almacenes Éxito en Colombia, Disco y Devoto en Uruguay y Libertad en Argentina. De esta manera, la firma para el año 2017 consolida ventas por COP 56.6Bn con 73.73% provenientes de Brasil, seguido por 19.12% de Colombia, 4.66% de Uruguay y 2.49% de Argentina.

Para entender a este emisor, es vital aclarar un factor importante. El hecho que Almacenes Éxito tenga control sobre las subsidiarias, no quiere decir que esta tiene el 100% del derecho residual de las filiales. Si bien es cierto que la empresa se beneficia por sinergias en la región y posee el 100% de participación sobre Argentina y Uruguay, la compañía no posee el 100% sobre el derecho residual de las operaciones en Brasil. Almacenes Éxito consolida el 100% de Brasil pero solo posee el 18.7% de participación económica. De esta manera, Grupo Éxito visto desde una participación económica sobre las subsidiarias, tiene ventas totales aproximadas de COP 22.3Bn con 47.73% provenientes de Colombia, 34.42% de Brasil, 11.63% de Uruguay y 6.22% de Argentina. Es evidente como la proporción real económica de participación sobre la región es mayor en Colombia y no en Brasil, y adicionalmente, es notorio como las operaciones en Uruguay y Argentina toman relevancia para el grupo.

II.1. GRUPO ÉXITO EN EL CONTEXTO DE GRUPO CASINO

Las acciones de Grupo Casino (EURONEXT: CO) se han visto afectadas los últimos años dado un balance altamente apalancado, una estrategia que no es clara con respecto a la diversificación de sus negocios y sobre todo una estructura corporativa de subsidiarias muy compleja. Por esta razón, el grupo decidió poner en curso acciones de reorganización corporativa a través de la alineación de subsidiarias bajo la misma línea de negocio. Esta estrategia básicamente busca que a través de la alineación de subsidiarias el mercado reconozca al grupo un valor económico que no está siendo percibido actualmente, beneficiarse de sinergias entre subsidiarias y percibir entradas de efectivo que logren incrementar el activo del grupo y así, mejorar la posición financiera. El Grupo Casino realizó dos transacciones en Sur América buscando alinear su negocio de ventas minoristas de comida en la región. Estas transacciones se describen a continuación:

II.1.1 Fusión y Adquisición de Companhia Brasileira de Distribuição y Libertad con Almacenes Éxito.

Grupo Casino realizó una venta estratégica entre dos de sus subsidiarias con el fin de unificar sus operaciones de ventas minoristas en Sur América. El grupo tenía operaciones en Colombia por medio de Almacenes Éxito, en Brasil por medio de Companhia Brasileira de Distribuição y en Argentina por medio de Libertad. La estrategia consistió en agrupar las operaciones en la región por medio de la unificación de estas tres empresas. Así, Grupo Éxito adquirió participación controlante en Companhia Brasileira de Distribuição y Libertad y en efecto, Grupo Casino logró transferir efectivo desde sus subsidiarias con un *cash out* de Almacenes Éxito.

En 2015, al momento de la transacción, Grupo Casino tenía el 99.7% de las acciones ordinarias de Companhia Brasileira de Distribuição pero el patrimonio total de la empresa estaba compuesto de un 41.5% acciones ordinarias y el resto por acciones preferentes. De esta manera, Grupo Casino poseía control sobre Companhia Brasileira de Distribuição a través de poder de voto pero no poseía total participación sobre el derecho residual de los activos.

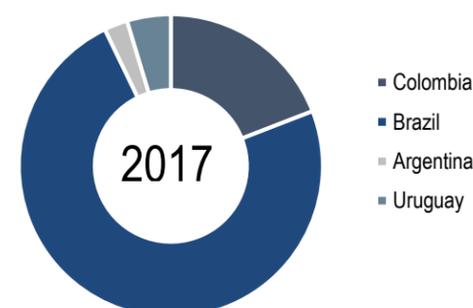
Grupo Casino le vendió 50% de las acciones ordinarias de Companhia Brasileira de Distribuição a Grupo Éxito y 100% de su participación en Libertad. Así, Grupo Éxito resultó con 18.7% de participación económica sobre Companhia Brasileira de Distribuição y el 100% sobre Libertad, consolidando el 100% las operaciones de las dos empresas en sus estados financieros. Con la adquisición Grupo Éxito se convirtió contablemente en la empresa de

Imagen 1. Grupo Éxito: Participación Estratégica



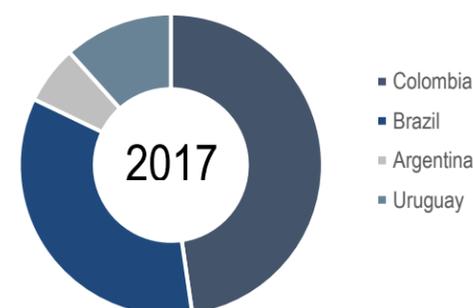
Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 3: Grupo Éxito: Ventas Consolidadas



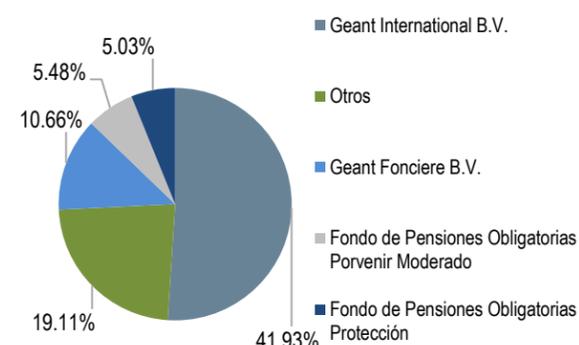
Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

Gráfico 4: Grupo Éxito: Ventas con base a participación



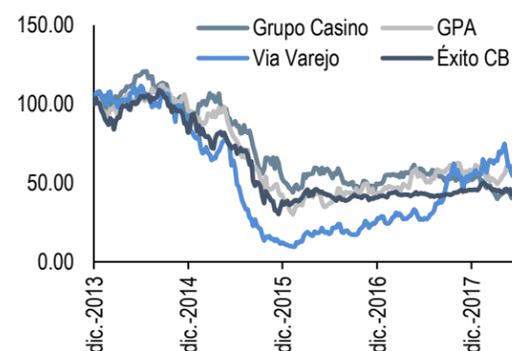
Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

Gráfico 5. Participación Patrimonial Grupo Éxito.



Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

Gráfico 6. Comportamiento Bursátil



Fuente: Bloomberg, Construcción Corficolombiana

ventas al detal más grande de Sur América con ingresos consolidadas para el 2017 de COP 56.4Bn millones.

La asignación de capital para la transacción fue de COP 5.6Bn, de los cuales COP 1Bn fue efectivo en caja de la empresa y COP 4.6Bn fue levantamiento de deuda. De los COP 4.6Bn en deuda, COP 2Bn fueron emitidos con un año de periodo de gracia y un vencimiento de 10 años, COP 2.1Bn fueron emitidos bajo una estructura de préstamo puente y vencimiento de 18 meses y, COP 0.5Bn fueron emitidos como un crédito revolver buscando tener un instrumento para satisfacer liquidez inmediata por necesidades financieras y operacionales de corto plazo. El costo de la deuda promedio se estipuló en 6.8% y la asignación de los fondos fue USD 1.536Bn para adquirir Companhia Brasileira de Distribuição y USD 290mm para adquirir Libertad.

Con respecto al precio de compra, Grupo Éxito informó que evaluó las sinergias potenciales y la expansión de la cuota de mercado en la región para así poder justificar el pago de una prima del 20.6% por Companhia Brasileira de Distribuição y el pago del valor justo por Libertad. La transacción de Companhia Brasileira de Distribuição fue cerrada a un precio por acción de BRL 79.4 más una prima por acción de BRL 20.6 y la transacción de Libertad a un múltiplo de 0.55x P/S Vs un promedio en los comparables de 0.52x P/S. El mercado, a pesar de haber estado esperando una expansión inorgánica por parte de Grupo Éxito (dado el balance en caja acumulado en los años posteriores a la oferta pública inicial), no tomó las transacciones de manera positiva. Lo que vieron los accionistas minoritarios fue que Grupo Casino al tener control en las 3 empresas se aprovechó de la situación y realizó un *cash out* de Grupo Éxito a través de una compra apalancada que dejó a Grupo Éxito en estrés financiero sin capacidad de repago. Las consecuencias reales se pueden resumir en:

- Para Grupo Casino y sus accionistas
 - Una des-consolidación de GPA y Libertad de los estados financieros. En el momento de la transacción las dos empresas se encontraban enfrentando economías en recesión, lo que aliviaría y mejoraría los estados financieros de Grupo Casino.
 - La transacción implicó para los accionistas de Grupo Casino dos fuentes de flujos de caja del accionista a través de dividendos por las acciones ordinarias de Grupo Éxito y un dividendo potencial del *cash out*.
- Para Grupo Éxito y sus accionistas no controlantes
 - Una nueva obligación financiera importante, la cual impactó de manera negativa el perfil crediticio y los indicadores financieros.
 - Consolidación de dos nuevas subsidiarias que para el momento se encontraban enfrentando escenarios de economías en recesión y de esta manera impactando negativamente la rentabilidad del grupo.
 - Los accionistas no controlantes no recibieron ningún dividendo extraordinario ni beneficio por la compra. En cambio, estos quedaron pagando un costo de oportunidad alto por tener estresados los estados financieros por endeudamiento inadecuado y un rendimiento pobre de las subsidiarias.

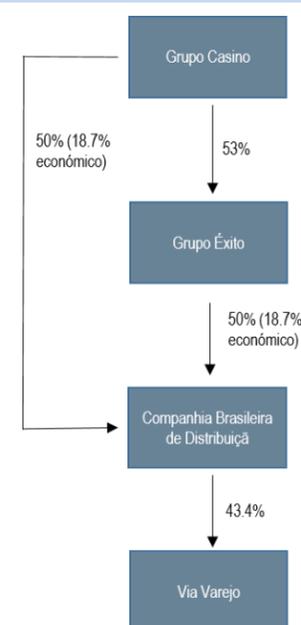
Como resultado, destacamos que los objetivos e intereses de todas las partes relacionadas en Grupo Éxito, accionistas minoritarios mayormente, no estuvieron alineados con la transacción realizada. En el corto plazo, Grupo Casino y sus accionistas se vieron beneficiados por la ejecución de su estrategia de reorganización del negocio de ventas minoristas de alimentos en la región suramericana, mientras que Grupo Éxito quedó con una carga financiera mayor a su capacidad de endeudamiento. En el largo plazo, Grupo Éxito espera poder materializar las sinergias de la transacción. No obstante, creemos que el impacto negativo de la operación contrarresta tales sinergias.

Nota: Mayor información sobre la capacidad de pago y el nivel de endeudamiento generado por la transacción en la sección de análisis financiero.

II.1.2 Reorganización del Comercio En-Línea de Cnova N.A.

Después de la A&F entre Companhia Brasileira de Distribuição y Almacenes Éxito, Grupo Casino continuó organizando y alineando sus subsidiarias en la región. En esta oportunidad, Grupo Casino tuvo como objetivo alinear de manera más eficiente su negocio de comercio en

Organigrama 1. Estructura Organizacional Grupo Éxito



Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

línea entre Companhia Brasileira de Distribuição, Via Varejo y Cnova a través de la organización de las subsidiarias de Cnova (Cdiscount y Cnova Brazil).

La estrategia de Grupo Casino buscaba dejar a Cnova a cargo de las operaciones francesas de comercio en línea bajo Cdiscount y dejar a Via Varejo a cargo de las operaciones brasileras de comercio en línea a través de Cnova Brasil. Como resultado, Cnova podría concentrar sus recursos en Cdiscount, aumentando el desarrollo del mercado en Francia, en donde ya se poseía una cuota de mercado sólida. Y por otro lado, Via Varejo podría concentrar recursos en el manejo de Cnova Brasil y así, tener una mejor alineación del negocio con respecto a Companhia Brasileira de Distribuição a través de las plataformas de comercio en línea.

Para entender de mejor manera esta operación, es necesario explicar la estructura organizacional antes de la transacción: Cnova era la única empresa dueña de Cdiscount y Cnova Brazil. Companhia Brasileira de Distribuição tenía una participación de 26.6% sobre Cnova y una participación de 43.4% sobre Via Varejo. Adicionalmente, Via Varejo tenía una participación de 21.9% sobre Cnova y de esta manera la participación de Companhia Brasileira de Distribuição sumaba participación en Cnova directamente e indirectamente. También, Grupo Casino tenía una participación de 43.3% sobre Cnova.

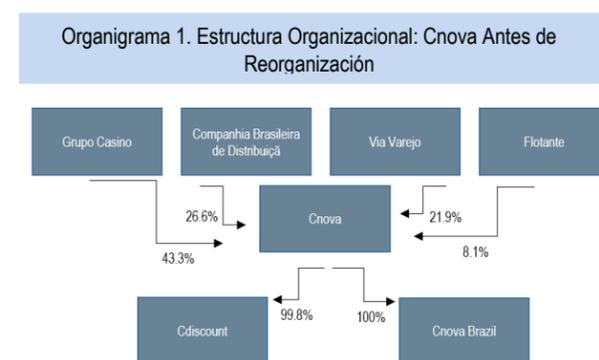
La reorganización de las operaciones de comercio en línea involucró una transacción en donde Cnova recibió 97 millones de sus propias acciones ordinarias en poder de Via Varejo (21.9% del capital accionario) más un excedente en efectivo por USD 49mm. Adicionalmente, Via Varejo asumió una deuda de Cnova Brasil con Cnova equivalente a USD 127 millones. Por otra parte, el Grupo Casino realizó una oferta para comprar las acciones ordinarias en circulación de Cnova a un precio de USD 5.50 por acción. Esta oferta de compra estuvo sujeta a:

- Cnova y Via Varejo completando el acuerdo de reorganización.
- Compromiso de GPA a no participar en la oferta de compra o por el contrario vender sus acciones sobre Cnova.

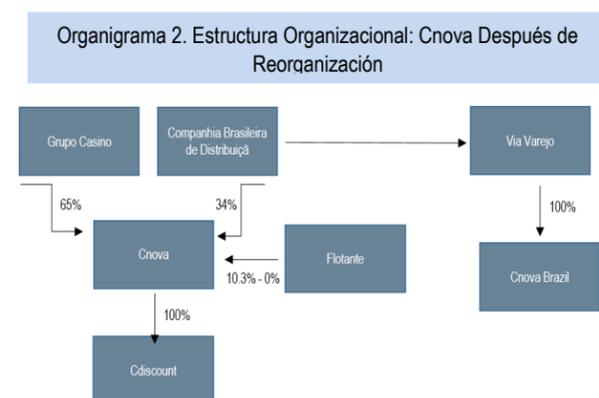
Luego de la transacción, la estructura organizacional quedó de la siguiente manera: Via Varejo con el 100% de participación en Cnova Brazil, Cnova con el 100% de participación sobre Cdiscount, Companhia Brasileira de Distribuição con 34% sobre Cnova y 43.4% sobre Via Varejo y por último Grupo Casino con 65% sobre Cnova.

II.2. RIESGOS INHERENTES A GRUPO ÉXITO

- ✓ **Gobierno Corporativo:** A pesar de que el emisor es reconocido por la Bolsa de Valores de Colombia por sus buenas prácticas de gobierno corporativo, en la práctica, creemos que el grupo no tiene una política de conflictos de interés adecuada entre sus partes relacionadas; específicamente en el manejo de los conflictos de interés entre los accionistas minoritarios y el controlante. El accionista controlante es Grupo Casino, el cual también es accionista controlador en Companhia Brasileira de Distribuição y a su vez, tiene participación en una subsidiaria de Companhia Brasileira de Distribuição. Destacamos que las decisiones de Grupo Éxito tienen un sesgo importante con respecto a su accionista controlante y del mismo modo, las decisiones de Companhia Brasileira de Distribuição también. Este riesgo quedó en evidencia en la transacción del año 2015 donde los accionistas minoritarios de Grupo Éxito fueron los que quedaron afectados por la asignación de capital para la transacción. Este riesgo podría continuar en el tiempo con la decisión de Companhia Brasileira de Distribuição de disponer de su participación en Via Varejo, en línea con la estrategia de reorganización que tiene Grupo Casino.
- ✓ **Elevado endeudamiento:** El nivel de endeudamiento de Almacenes Éxito es desproporcional. A la fecha, no se ha pagado más del 30% de la deuda que la empresa adquirió en el año 2015, y la empresa no tiene capacidad de pago. Este nivel de endeudamiento imposibilita la inversión e impide el crecimiento, disminuye el retorno potencial de efectivo al accionista en forma de dividendos y el poder de negociación de la gerencia con sus acreedores.
- ✓ **Economía regional:** La recuperación de la economía de Argentina podría tardar en la medida en que no se ha logrado controlar la inflación relacionada con el déficit en cuenta corriente. Esto limita el desempeño que pueda tener la filial Libertad. En cuanto a la economía de Brasil, esta continúa afectada por tensiones políticas por año electoral



Fuente: Cnova, Construcción Propia.



Fuente: Cnova, Construcción Corficolombiana.

y escándalos de corrupción. Hasta que no se den las elecciones en el país no se tienen expectativas de un aumento significativo en la acción de Companhia Brasileira de Distribuição.

- ✓ **Capital de trabajo:** Brasil y Colombia muestran estrategias de financiamiento con proveedores, lo cual es normal, a menos que se recurra a esto por necesidad y empeorando las condiciones de los proveedores, llegando a deteriorar la relación con estos, e incurrir en problemas de liquidez; especialmente, se considera que el riesgo de capital de trabajo es mayor en Almacenes Éxito.

II.3. ¿QUÉ DICEN LOS DIVIDENDOS?

La política dividendos se relaciona estrechamente con la estructura de capital, y evidencia la calidad de la gerencia de una empresa. El hecho de que una empresa no reparta dividendos a pesar de tener utilidades y generar caja, implica reinversión, lo cual no necesariamente es negativo para el accionista, pues debe reflejarse en un mayor crecimiento futuro. Asimismo, repartir dividendos independientemente de los resultados y/o la caja, puede comprometer al crecimiento de la empresa.

En línea con lo anterior, destacamos que la repartición de dividendos de Grupo Éxito es muy volátil, y difícilmente se puede hablar de una “política de dividendos”. En el año 2012 la empresa aumento su dividendo por acción 45%, ubicándose en COP 435 /acción y al siguiente año aumento los dividendos 22.07%, crecimiento mucho menor con respecto al 2012. Para el año 2014, la empresa mantiene el dividendo de COP 531 /acción del año 2013, es decir, la empresa mantuvo su dividendo dos años seguidos en el mismo nivel.

Con la repartición de dividendos llevada a cabo hasta 2014, la empresa tenía un el balance de efectivo de COP 3Bn aproximadamente, cerca del 26% de los activos de la empresa, lo que permitía anticipar un crecimiento inorgánico. Para el año 2015, la empresa aumenta su dividendo 9.40% (payout de 44%) y realiza la adquisición de las operaciones en Brasil y Argentina. Posteriormente, en el año 2016, la empresa incrementa su dividendo en 16.32% ubicándolo en COP 675.72 /acción (payout de 670%), dándole al mercado una señal de que la adquisición de Brasil y Argentina había sido algo positivo para la generación de caja y los resultados. Lo anterior no impidió que se perdiera la confianza de los institucionales y accionistas minoritarios.

Como hemos mencionado, el comportamiento de los dividendos y la política subyacente es determinante en la confianza de los inversionistas y el desempeño de las acciones. Para 2017, la empresa dejó de tener espacio de maniobra en el frente de los dividendos, por lo que disminuyó su dividendo 92.8% ubicándolo en COP 48.64 /acción en el año 2017 reflejando un payout de 42%. Lo anterior fue necesario, anticipando unos pagos de capital de deuda en el año 2018 por COP 1.8Bn y la deuda a corto plazo de COP 469,362mm que se tenía en el año 2017. Así las cosas, la política de dividendos y la estructura de capital, constituidos por la repartición de dividendos, la reinversión, y el pago de la deuda, responden al exagerado nivel de deuda de la empresa, a partir de las operaciones de 2015.

La empresa logró refinanciar la deuda y postergar el vencimiento hasta el año 2020. De esta manera, el decreto de dividendo para el año 2018 aumentó a COP 243.20 /acción, un crecimiento del 400% frente al año 2017. A pesar de este incremento sustancial, el dividendo por acción continua con un rezago de COP 400 /acción frente al dividendo del año 2016 y los accionistas minoritarios siguen castigando a la empresa, situación que se ve reflejada en el precio por acción. Creemos que la empresa continuará aplicando una política de dividendos arbitraria con una repartición de dividendos independiente a los resultados y generación de caja, y en línea a una estrategia para la atracción y retención de accionistas minoritarios.

Gráfico 7. Grupo Éxito: Dividendos por acción

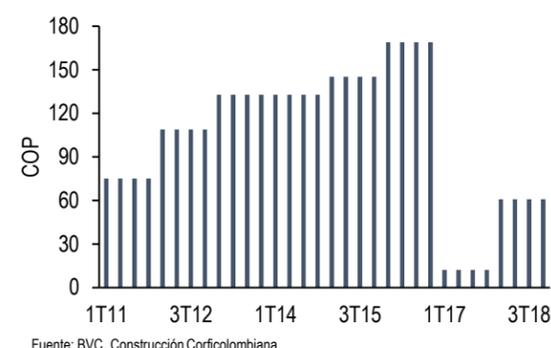


Gráfico 8. Grupo Éxito: Crecimiento anual dividendos



II.4. OPERACIONES EN COLOMBIA

II.4.1 Almacenes Éxito: Descripción del negocio y la empresa

Grupo Éxito es la empresa que cotiza en la bolsa de valores de Colombia bajo el nemotécnico ÉXITO CB, mientras que Almacenes Éxito es la empresa del grupo encargada de las operaciones en Colombia. Esta empresa es principalmente un minorista de comida líder en el país y cuenta con amplia trayectoria en el negocio. La empresa por medio de diferentes marcas es capaz de satisfacer diferentes nichos de mercado dentro de la misma industria a través de formatos de tiendas enfocados a la venta al detal, la venta al detal de productos premium y la venta al por mayor. Adicionalmente, la empresa maneja comercio directo y negocios complementarios que sirven como canales y herramientas digitales para satisfacer las necesidades de una experiencia en-línea de los consumidores y como estrategia para aumentar la lealtad y dependencia del consumidor. También, la empresa opera un negocio de real estate comercial, sin embargo, estas operaciones son mínimas y aunque podrían tener un potencial en el largo plazo, no se tratan en la investigación dado que el desarrollo de esa línea de negocio está condicionada a la capacidad de inversión de la empresa para continuar abriendo nuevos bienes raíces.

Las ventas al detal ofrecen diferentes productos y servicios bajo las marcas Éxito, Carulla, Surtimax, Super Inter, Aliado Surtimax y Aliados Super Inter, mientras que las ventas al por mayor satisfacen un consumidor más profesional ofreciendo variedad de productos regionales, nacionales e importados de alta calidad y a precios competitivos bajo la marca Surtimayorista. La empresa también ofrece comercio directo a través de plataformas de comercio en línea como lo son Éxito.com y Carulla.com y adicionalmente distintos canales de distribución y herramientas digitales tales como Catálogos en-línea, Domicilios Éxito y Domicilios Carulla. Por otro lado, los negocios complementarios de la empresa consisten de Tarjeta Éxito, Viajes Éxito, Seguros Éxito, Movil Éxito, Multipagos Éxito, Todohogar y Colormix y Giros Éxito. Adicionalmente, la empresa a través de Viva Malls opera su unidad de negocio de bienes raíces comerciales.

La empresa ha desarrollado marcas propias que han logrado satisfacer las expectativas de los consumidores con un portafolio de productos innovadores de alta calidad y económicamente accesible. Entre los productos que la empresa desarrolla bajo sus propias marcas se encuentran alimentos y productos de gran consumo, cuidado personal y cosmética, textiles, ferretería, artículos deportivos, productos de audio y video junto con artículos de hogar en general.

II.4.2 Marcas de Comercialización

Comercio al detal

- Éxito
 - Slogan: “Éxito Para Servirte”
 - Marca líder del comercio al detal en Colombia y la única en el país con una estrategia de multi-formato
 - Se opera bajo los formatos de tiendas de hipermercados, supermercados, vecino, express y estaciones de servicios.
 - Para el cierre del año 2017 la marca manejaba 263 tiendas.
- Carulla
 - Slogan: “ Carulla Un Placer Para Todos Los Días”
 - Es la marca Premium del comercial al detal.
 - Especializada en productos frescos.
 - Para el cierre del año 2017 la marca manejaba 100 tiendas.
- Surtimax
 - Slogan: “Surtimax Donde Comprar Vale menos”.
 - Es la marca que busca ofrecer precios bajos y cercanía a los consumidores.
 - Marca que defiende la cuota de mercado de la empresa ante las tiendas de *Hard Discount*
 - Para el cierre del año 2017 la marca manejaba 131 tiendas.
- Super Inter
 - Slogan: “Super Inter Estamos Cerca De Ti”.



- Marca que se caracteriza por ofrecer productos frescos de alta calidad a precios accesibles.
- Para el cierre del año 2017 la marca manejaba 71 tiendas.



Programa Aliados

- Aliados Surtimax y Aliados Super Inter
 - Dos marcas que buscan apoyar mini mercados y autoservicios a través del programa "Aliados".
 - Para el cierre del año 2017 las marcas cuenta con más de 1,250 aliados.

Comercio al por mayor

- Surtimayorista
 - Slogan: "Surtimayorista Economía Para Usted y Su Negocio".
 - La marca busca satisfacer el nicho de mercado de *Cash and Carry*.
 - La marca busca atacar un nicho de mercado de clientes tanto de menor consumo como clientes profesionales que buscan comprar en altos volúmenes para revender y/o transformar los productos.
 - Maneja cerca de 3,500 referencias de productos.



Comercio en-línea

- Éxito.com
 - Es la tienda Online líder del país.
 - Por medio de la interfaz del sitio web diferentes vendedores aliados ofrecen, comercializan y distribuyen sus productos.
- Carulla.com
 - Plataforma Online que busca darle la oportunidad a los consumidores de una experiencia Online con la misma calidad y exclusividad en los productos que las tiendas Carulla.
 - Sitio Online especializado en productos frescos de categorías como delicatessen y panadería.
- Catálogos Digitales
 - La plataforma digital maneja un catálogo de productos que no se encuentran en las tiendas.
 - Los catálogos digitales están disponibles en 126 tiendas de Éxito, Carulla, Surtimax y Super Inter.
- Domicilios Éxito y domicilios Carulla
 - Marca que se encarga de ofrecer la posibilidad a los clientes de comprar los productos en las tiendas físicas sin tener que ir directamente a la tienda. Los clientes pueden ordenar sus pedidos a través de vía telefónica o directamente por las plataformas online de Éxito.com y Carulla.com.



Domicilios



Bienes raíces comerciales

- Viva Malls.
 - Es el vehículo de inversión inmobiliario de la empresa.
 - La marca se encarga de desarrollar centros comerciales y galerías.
 - Para el cierre del año 2017 la empresa manejaba 29 centros comerciales y galerías.



Negocios complementarios

- Tarjeta Éxito
 - Líder en el mercado con más de 2.6 millones de plásticos emitidos.
 - Es una tarjeta que permite a los clientes acceder a descuentos permanentes y hacer avances de efectivo en las cajas de los almacenes de Grupo Éxito, como también comprar en diferentes establecimientos comerciales.
- Viajes Éxito
 - Marca que ofrece un portafolio de turismo vacacional a precios competitivos y con cobertura nacional a través de una red de agencias en principales tiendas Éxito.
 - Cuenta con más de 250mil clientes.



- Tiene alianzas internacionales con aerolíneas, hoteles, renta de autos, cruceros y asistencia médica en viaje.
- Seguros Éxito
 - Ofrece aseguramiento para las familias y sus patrimonios.
 - Más de 1 millón de clientes con micro seguros.
- Multipagos Éxito
 - Por medio de esta marca los clientes pueden hacer pagos, giros, recargas, abonos y comprar seguros a terceros en un solo lugar.
- Todohogar y Colormix
 - La marca maneja un catálogo de productos textiles con marcas propias y exclusivas. También, maneja productos de limpieza, aseo y artículos para el hogar.
- Giros Éxito
 - Marca que facilita el envío de dinero a personas residentes en el exterior y los giros nacionales al interior de Colombia.

II.4.3 Competencia y ventajas competitivas

La industria de ventas minoristas y mayoristas hace parte del sector de consumo masivo de productos básicos, mejor conocido como *consumer staples* en inglés. Dentro de la industria de ventas minoristas y mayoristas se encuentran distintos tipos de segmentos enfocados a productos tales como: alimentos, ventas medicinas, etc. A su vez, el segmento orientado a alimentos se subdivide en distintos tipos de formatos como tiendas de conveniencia, supermercados, hipermercados o tiendas *hard discount* que buscan satisfacer un nicho de mercado específico dentro de la industria. El sector en general es altamente competitivo y el segmento orientado a la venta tanto minorista como mayorista de comida no se queda atrás. Las barreras de entrada en el sector y en el segmento de comida no son altas dado que no se necesitan altos requerimientos de capital ni algún conocimiento específico.

La empresa tiene diversificado su negocio en varios segmentos de la industria como lo son los supermercados, hipermercados, tiendas de conveniencia y negocio a negocio (*Business to Business*, B2B). De esta manera, la principal competencia que enfrenta la empresa son supermercados e hipermercados tales como Jumbo (cadena propiedad de Cencosud) y Olímpica y las tiendas de *hard discount* tales como D1, Ara y Justo & Bueno.

Con respecto a los supermercados e hipermercados, la empresa maneja dos de las marcas más reconocidas del país que son Éxito y Carulla. La empresa al tener estas marcas de supermercados e hipermercados logra retener y atraer clientes, lo cual facilita los esfuerzos de la empresa por mantener cuota de mercado. Algunas de las ventajas competitivas de la empresa en este segmento son su innovación y enfoque de recursos hacia el desarrollo de mejoras en la experiencia del consumidor. Por ejemplo, en Octubre 2017 la empresa lanzó su nuevo concepto de mercado natural bajo la marca “*Carulla Fresh Market*” con el objetivo de innovar y garantizar la diferenciación de la marca más Premium de la empresa. Aunque no se espera que este nuevo concepto y formato de tienda se desarrolló de manera agresiva en los próximos años, la empresa indiscutiblemente logra generar mayor lealtad, compromiso y dependencia de los consumidores actuales de la marca.

La competencia con las tiendas *hard discount* es agresiva. La empresa logra disminuir el impacto de la competencia a través de ventajas competitivas claras con respecto a este formato de tienda. Gracias al tamaño y reconocimiento por parte de los consumidores, la empresa se beneficia de mayores economías de escala que la competencia y así logra flexibilidad para afrontar menores precios y un ambiente de competencia agresiva. No obstante, el poder de negociación con proveedores es una variable clave.

Entendiendo que las tiendas *hard discount*, a comparación de supermercados e hipermercados, manejan menor diversificación de productos y una proporción de productos de marca propia mayor, el poder de negociación con proveedores de estas tiendas surge por beneficios directos al proveedor por alta rotación de inventarios dentro de las tiendas y exclusividad. Por otro lado, Almacenes Éxito le ofrece al proveedor mayor visibilidad del producto como también una rotación de la mercancía, no tan alta a comparación de las tiendas *hard discount*, pero significativa.

Es importante destacar que el portafolio de productos de Almacenes Éxito es más diversificado y no tiene concentración en productos de marcas propias. Así, se considera que la empresa no tiene una competencia directa entre proveedores con estas tiendas dado que son dos tipos de proveedores distintos (proveedores de productos sin marca y proveedores de productos con marca). Sin embargo, se considera clave el poder de negociación con proveedores dado que las tiendas *hard discount* podrían conseguir mejores términos de créditos y precios con sus proveedores de lo que la empresa puede con los suyos y esto contrarresta de manera importante la flexibilidad de la empresa para afrontar precios menores y maximizar economías de escala con respecto a la competencia.

En general, la empresa tiene ventajas competitivas sólidas que le ayudan a enfrentar el ambiente altamente competitivo de la industria y los periodos de debilitamiento económico. Estas ventajas competitivas contribuyen al aumento de la experiencia del consumidor y la satisfacción de las necesidades que van surgiendo a raíz de los cambios en los patrones de consumo, hábitos y preferencias. Es importante destacar que la empresa posee un tamaño importante dentro de todos los formatos de tiendas que maneja, lo que beneficia e incentiva el reconocimiento de la marca por parte de los consumidores. Sin embargo, se considera que la empresa no posee gran ventaja competitiva antes los formatos de tiendas *hard discount* dado la diferencia tan marcada en la manera de hacer negocios, minimizar costos y aprovechar economías de escala con respecto a los formatos de tiendas que maneja la empresa.

II.4.4 Almacenes Éxito en el contexto de las tiendas *hard discount*

Las tiendas de *hard discount* nacen en Colombia buscando replicar un esquema de venta y formato de tienda que fue exitoso en Europa, especialmente en Alemania. Dadas las circunstancias de declive económico en Colombia los últimos años el nuevo formato de tienda tenía altas probabilidades de éxito y aceptación. Las tiendas más representativas de este mercado son Tiendas D1, Tiendas Ara y Tiendas Justo & Bueno. D1 es la apuesta del Grupo Valorem en el sector de ventas minoristas y es la marca líder en el *hard discount* con COP 3.1Bn en ventas y 737 tiendas para el cierre 2017. Tiendas Ara es la apuesta en el *hard discount* del grupo Jeronimo Martins y cuenta con ventas de EUR 400mm y 405 tiendas para el cierre 2017. Por último, se tiene Tiendas Justo & Bueno, las cuales son la apuesta de los fundadores de D1 en el sector (después de haber vendido su participación dentro de D1) con ventas de COP 1Bn y 400 tiendas para el cierre 2017.

El crecimiento en tiendas ha sido exponencial para las 3 marcas. D1 tiene un crecimiento promedio en los dos últimos años de aproximadamente 33% mientras que Ara ha crecido aproximadamente 65% sus tiendas en el mismo periodo y Justo & Bueno 66.7%. Con respecto a la ganancia en cuota de mercado que han tenido estas empresas, las ventas de D1 han crecido 73.75% TACC desde el 2014, Ara registró un crecimiento de 71.61% TACC en promedio desde su apertura en 2015 y Justo & Bueno tuvo un crecimiento en 2017 de 334.78% a/a. Un factor que se debe tener en cuenta es la tendencia del crecimiento en cuota de mercado de estas tiendas. Si bien es cierto que D1 y Ara muestran un crecimiento sólido, este presenta una desaceleración importante.

La estrategia de este tipo de tiendas se basa fundamentalmente en economías de escala, maximizando ventas y minimizando gastos. Las ventas se logran masificar a través de la retención de clientes ofreciendo productos básicos con altos descuentos de precio con respecto a la competencia (i.e. supermercados) y bajo un formato de tienda de conveniencia. Los altos descuentos en precio se logran compensar con negociaciones con proveedores, la venta de marcas propias y minimizando los gastos de venta. Los costos y gastos de venta se logran disminuir, por ejemplo, con una reducción en gastos de logística y distribución mayormente. A diferencia de la competencia, no se incurre en gastos de mercadeo y publicidad o altos costos de exhibición. Así, este tipo de tienda enfoca sus recursos en lo necesario para que la venta se realice y desarrolla dependencia del consumidor a través de altos descuentos y de los proveedores, a través de una rotación alta de inventarios. También, la explotación del espacio físico aporta de manera importante a la reducción de gastos operativos. Y es que este formato de tiendas busca en un espacio muy reducido exhibir la mayor cantidad posible de productos sin importar la presentación de los productos al público.

Así, pueden minimizar costos de logística internos en las tiendas y aprovechar de mejor manera economías de escala.

La demanda de este formato de tienda tiende a ser estable a lo largo del ciclo económico. Después de todo, los precios de productos con altos descuentos son atractivos para el consumidor a pesar de la fase del ciclo económico. Sin embargo, se esperaría que en economías en declive el negocio dentro de la industria minorista fuera el que menos afectado se viera con menor volatilidad en sus ganancias y una demanda más estable dado que un consumidor racional intentaría maximizar su ingreso comprando lo más barato posible. En Colombia, esta situación se ve reflejada en el aumento de cuota de mercado que han tenido estas tiendas, sin embargo, estas aun no logran ser rentables dado la inversión tan agresiva orientada a la expansión de tiendas: Gasto que está contrarrestando de manera significativa los esfuerzos de generar ingresos de las tiendas y retrasando el punto de equilibrio. Si se toma como ejemplo D1, se puede apreciar que a pesar de que el margen EBITDA se ha recuperado sustancialmente desde el 2014, este sigue siendo negativo. Para el año 2014, D1 reportó un margen EBITDA de -6.08% y para el año 2017 reportó un margen EBITDA de -1.6%.

Tabla 7. Información financiera Tiendas *Hard Discount*

	2014	2015	2016	2017	Crecimiento Compuesto
D1 (COP miles de millones)					
Ventas	592.00	1,163.00	2,134.00	3,105.63	73.76%
EBITDA	-36.00	-29.00	-25.00	-49.69	
Margen EBITDA	-6.08%	-2.49%	-1.17%	-1.60%	
Crecimiento Ventas		96.45%	83.49%	45.53%	
# Tiendas		416.00	566.00	737.00	
Crecimiento Tiendas			36.06%	30.21%	
Ara (EUR Mn)					
Ventas		122.00	236.00	405.00	71.61%
Crecimiento Ventas			93.44%	71.61%	
# Tiendas		142.00	221.00	389.00	
Crecimiento Tiendas			55.63%	76.02%	
Justo & Bueno (COP miles de millones)					
Ventas			230.00	1,000.00	334.78%
Crecimiento Ventas				334.78%	
# Tiendas			240.00	400.00	
Crecimiento Tiendas				66.67%	

Fuente: Dinero, Construcción Propia

Un estudio reveló que las tiendas *hard discount* realmente no ofrecen precios sustancialmente bajos en comparación a supermercados e hipermercados. El estudio se enfocó en 10 productos de la canasta básica que fueran de marca propia de cada establecimiento para así poder estandarizar una comparación de precios. Los resultados del estudio demostraron que las tiendas *hard discount* tienen precios que no son competitivos, como sería de esperarse, con respecto a los precios de supermercados. Adicionalmente, el estudio concluyó que de los supermercados en estudio (Éxito, Olímpica, Jumbo y tiendas *hard discount*), Éxito era el que ofrecía menores precios de los artículos analizados.

A primera vista el estudio demuestra ventajas competitivas de la empresa con respecto a las tiendas *hard discount*, sin embargo, es necesario recordar que los productos de la empresa bajo marcas propias representan muy poco del portafolio total de productos y esto hace que la empresa tenga flexibilidad para bajar de manera sustancial los precios de esos productos sin afectar de manera importante los márgenes de ganancia. También, es de esperarse que la calidad de los productos de marca propia de las tiendas *hard discount* sea mejor con respecto a los productos de marca propia de Almacenes Éxito. Después de todo, el portafolio de producto de las tiendas *hard discount* se compone mayormente por productos de marca propia y es necesario garantizar la calidad de los mismos para tener una retención y atracción efectiva de clientes mientras que Almacenes Éxito no tiene esta presión dado que sus esfuerzos de ventas no se centran en productos de marca propia.

Tabla 8. Estudio de Precios Almacenes Éxito Vs Tiendas *Hard Discount*

Producto	Mínimo	Máximo	Éxito	Otros	Unidad de Medida
Aceite	5.74	6.50	5.74	5.96	Mililitro
Atún en aceite	26.61	29.77	26.61	28.38	Gramos
Detergente	2.67	4.25	2.67	3.97	Gramos
Granola	8.93	11.78	8.93	9.68	Gramos
Leche deslactosada	1.60	1.88	1.82	1.77	Mililitro
Leche entera	1.57	1.72	1.57	1.67	Mililitro
Pan tajado blanco	3.44	6.30	6.30	4.73	Gramos
Panela cuadrada	3.98	6.56	3.98	5.22	Gramos
Papel higiénico	21.85	30.17	21.85	25.05	Metros
Pasta	2.56	3.95	2.56	3.04	Gramos

Fuente: Dinero, Construcción Propia

Ahora bien, habiendo explicado un poco la industria del *hard discount*, es importante acotar que si bien es cierto este formato de tienda ha tenido una aceptación importante en los consumidores y ha crecido notablemente, el crecimiento que han reflejado no es sostenible en el tiempo por saturación con base en: i) Este formato de tienda según FENALCO se estanca al alcanzar 20% de cuota de mercado en los mercados maduros y en Colombia la cuota de mercado de los mismos es de aproximadamente 12%. ii) ¿Qué tanto músculo financiero tiene el segmento de *hard discount* para sostener el nivel de inversión enfocada a expansión mientras se sacrifica márgenes de ganancia? y, iii) la competencia entre las mismas tiendas *hard discount* ha llegado a tal punto que entre ellas mismas se están demandando. Así, se espera que el mercado de este formato de tiendas este llegando a un punto de saturación y es de esperarse que en un mercado emergente exista un rezago significativo con respecto a mercados maduros en cuanto a desarrollo del segmento.

A pesar de que se espera una saturación en el mercado de las tiendas *hard discount*, es importante considerar el impacto que estas han tenido en Almacenes Éxito. Tomando en cuenta las ventas 2017 de las tiendas D1, Justo & bueno y Ara, estas representaron aproximadamente el 75% de las ventas de la empresa para el mismo periodo. Adicionalmente, cuando este formato de tienda migre su estrategia de crecimiento a rentabilizar las tiendas, lo cual se espera ocurra pronto, estas podrán tener mayor flexibilidad para bajar precios sin presionar los márgenes y por el contrario, presionar los márgenes de Almacenes Éxito.

II.4.5 Estrategia

Almacenes Éxito ha implementado básicamente dos estrategias i) Una estrategia relacionada directamente con la experiencia del consumidor y ii) una estrategia de crecimiento orgánico a través de apertura de nuevas tiendas y cierre de tiendas enfrentando problemas de rentabilidad. Con estas estrategias la empresa busca retener y atraer clientes, aumentar la lealtad y dependencia de los consumidores, reducir la pérdida de cuota de mercado, aumentar la presencia física en el país y aumentar el liderazgo. En otras palabras, mantener y aumentar ventajas competitivas.

Para la retención y atracción de clientes, la compañía se ha enfocado en estrategias defensivas enfocadas en dos variables claves: precio y diversificación del portafolio de productos. Los precios de los productos se han podido disminuir a través de sinergias materializadas por la adquisición de grandes participantes de la industria en Sur América y estrategias orientadas a los proveedores locales. Con respecto a la estrategia con los proveedores locales, la empresa negocia con el proveedor visibilidad y mercadeo de su marca dentro de los establecimientos a cambio de: i) menores precios en los artículos ii) el proveedor tiene que asumir la mercancía obsoleta o robos iii) el proveedor debe asumir los descuentos hechos al consumidor. Así, los ahorros en la estructura de costos por sinergias y/o estrategias de proveedores se traducen en menores precios de venta y el aumento de campañas promocionales. Por otro lado, la empresa ha enfocado recursos en aumentar la diversificación del portafolio de los productos, buscando retener y atraer clientes al ofrecer la oportunidad de hacer un “mercado completo” sin necesidad de ir de un establecimiento a otro.

También, la compañía busca innovar dentro de los espacios físicos con el objetivo de lograr crear una lealtad y dependencia del consumidor a través del famoso dicho en inglés “*stay longer, shop longer & Spend More*”, el cual puede ser interpretado en español: a mayor tiempo dentro de la tienda, mayor es el tiempo de compra y mayor es el gasto del consumidor. Por

ejemplo, las tiendas Éxito o Carulla tienen espacios especializados para proveer al cliente con comida, café o un espacio de descanso mientras este se encuentra realizando sus compras. Con esto, Almacenes Éxito logra retener al cliente mayor tiempo dentro de la tienda y junto con la alta diversificación de productos hace que el cliente compre más y diferentes productos, desarrolle lealtad a la marca, dependencia y lo más importante, el cliente pueda maximizar su experiencia dentro de la tienda.

Adicionalmente, es importante destacar que la compañía orienta recursos y esfuerzos en establecer una estrategia omni-canal para aumentar la experiencia del consumidor. Bajo esta estrategia, la empresa se enfoca en ubicar como objetivo principal al cliente en vez de tener como objetivo la maximización de los diferentes canales de comunicación con este. La empresa, al implementar una estrategia omni-canal asume que los clientes pueden acercarse o sentirse atraídos hacia ella de muchas maneras distintas, siendo el consumidor quien elige el medio por el cual hacer el acercamiento. Así, la implementación de esta estrategia ha buscado maximizar la experiencia del consumidor por medio de canales usuales como las tiendas físicas, pero más importante a través de los distintos canales digitales como las plataformas Éxito.com y Carulla.com o los catálogos virtuales y el Marketplace. Con esta estrategia, la empresa se alinea con la revolución tecnológica y se adapta a las distintas necesidades de los consumidores por una experiencia digital.

Es importante destacar que los domicilios se consideran un factor clave para la satisfacción de las necesidades del cliente y por medio de canales digitales, ayudan a la implementación de una estrategia omni-canal. Almacenes Éxito posee plataformas de domicilios como Domicilios Éxito y Domicilios Carulla y recientemente entro en una alianza con Rappi (empresa dedicada al domicilio). La compañía afirma que la estrategia con Rappi no genera rivalidad con respecto a las plataformas de domicilio propias. Por el contrario, asegura que el consumidor prefiere Rappi para domicilios de compras pequeñas y las plataformas propias para realizar compras grandes de mercado o electrodomésticos. La empresa a través de la alianza con Rappi aumenta la probabilidad de generar una estrategia omni-canal efectiva y eficiente. Después de todo, Rappi ha tenido gran aceptación en el mercado dado la satisfacción que esta ha generado en la experiencia del consumidor y la empresa puede aprovecharse de este hecho para aumentar participación en el mercado y garantizar la experiencia del consumidor.

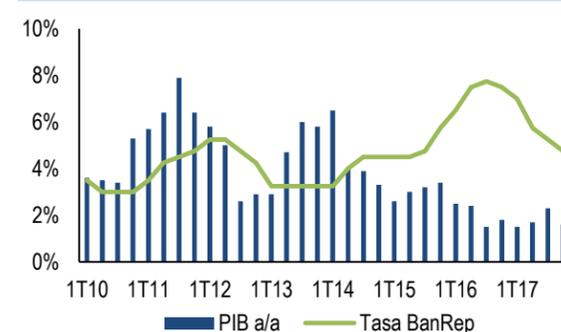
Con respecto a la estrategia orgánica-expansiva de Almacenes Éxito, esta responde a la migración de tiendas menos rentables hacia formatos de tiendas más rentables. La estrategia básicamente es cerrar las tiendas menos rentables, sin importar el tipo de formato de tienda, y transformarlas principalmente en formatos B2B o un formato más rentable dependiente de la locación y recursos disponibles. Adicionalmente, se concentran recursos en la expansión de tiendas del formato de tipo B2B bajo SurtiMayoristas. La expansión en B2B responde a sinergias de “know-how” que se perciben por medio de las operaciones de Grupo Éxito en Brasil en el segmento de *cash and carry* y la alta rentabilidad que este tipo de formato genera, principalmente por economías de escala. El formato B2B que implementa la empresa es una adaptación del formato *casa and carry* de Brasil al mercado de Colombia bajo superficies de tienda más reducidas.

II.4.6 Economía en Colombia

La economía colombiana se vió afectada por la caída de los precios del petróleo. El PIB en términos reales empezó a desacelerarse desde el primer trimestre del año 2014. Después de haber registrado un crecimiento de 6.5% a/a en 1T14, para el 1T16 la producción se expandió tan solo 1.5%. El crecimiento del PIB real muestra una recuperación lenta, registrando para 1T17 un crecimiento de 1.6%, levemente por encima del crecimiento logrado el año anterior. No obstante, con el nuevo periodo presidencial que comienza en agosto 2018, se espera que la economía muestre mayor recuperación para el segundo semestre del año 2018. Según el Fondo Monetario Internacional, la economía colombiana va a crecer 2.7% en 2018 y retomar crecimientos del 3.5% en el mediano plazo.

Por otro lado, durante el mismo periodo (desde el año 2014), la inflación de Colombia incrementó al ubicarse en un máximo de 7.5% para el cierre del año 2017. Para 2T16 la inflación en alimentos registró un incremento de 14.28% mientras que la inflación total registró 8.6%. Este comportamiento de mayor inflación en alimentos cambia a partir de 1T17. Durante

Gráfico 9. Colombia PIB Real



Fuente: Bloomberg. Construcción Corficolombiana

los 4 trimestres del año 2017, la inflación en alimentos y bebidas fue menor a la inflación total. No es una sorpresa que las ventas minoristas en alimentos y bebidas tengan un comportamiento en línea con la inflación, no obstante, las ventas minoristas registraron una contracción en 2T17 y 3T17 de -3.78% a/a y -18.73% a/a respectivamente; y es que el consumo de los hogares se vio disminuido de manera sustancial producto de la reforma tributaria. En el año 2016 se aprobó una reforma tributaria que incrementó 30pbs el impuesto al valor agregado (IVA) ubicándose en 19%, impactando el gasto de los hogares de manera importante. Por esta razón, las ventas minoristas se vieron afectadas de manera sustancial en el año 2017. En el gráfico 8 se puede apreciar como las ventas minoristas en alimentos y bebidas, calculadas como el promedio de los últimos 4 trimestres, no logran recuperar crecimiento aun y el impacto que estas tuvieron a finales del año 2016 y durante el año 2017. Según el departamento de investigaciones economía de Corficolombiana (2017), el impacto tributario sobre el consumo se habría descontado en su totalidad en el año 2017.

II.4.7 Análisis de Ventas y Margen Bruto

La empresa tuvo un crecimiento a tasa compuesta en ingresos durante el periodo 2013-2016 de 8.13%. Sin embargo, a pesar de que las ventas han venido creciendo de manera sostenida, estas manifestaron una desaceleración en crecimiento durante el mismo periodo, e incluso, es importante destacar que el comportamiento en ventas de la empresa esta explicado en mayor medida por apertura de nuevas tiendas y no por mayores ventas mismos metros. Para el periodo 2016, las ventas de la empresa aumentaron 6.94% a/a y aunque este crecimiento reflejó un spread positivo de 113pbs con respecto a la inflación del año, el crecimiento en mismos metros reflejó un spread negativo de 135pbs (variación 2016 ventas mismo metros 4.4% a/a). Este comportamiento puede ser explicado por i) débil comportamiento de la economía colombiana durante los últimos años de este periodo, afectando el consumo, ii) incremento en la competencia por una mayor penetración de mercado por parte de tiendas de *hard discount*, inhabilitando la flexibilidad de la empresa para aumentar precios y dificultando la retención de clientes.

Para el cierre 2017, la confianza del consumidor mostró una recuperación, siendo menos negativa que el año anterior y las tasas de intervención bancaria reflejaron una disminución de 275pbs. Un comportamiento que implicaría una mejora en las ventas de la empresa, sin embargo, los ingresos decrecieron por primera vez en 4 años totalizando COP 10.6Bn y una variación negativa de 3.5% a/a y 4.9% a/a mismos metros. El impacto positivo de la confianza del consumidor y la disminución en tasas fue contrarrestado más que proporcionalmente por una disminución de 533pbs en la inflación de alimentos y bebidas no alcohólicas junto con una menor demanda agregada y un efecto negativo por reforma tributaria. El segmento B2B y otros fue el único en registrar un aumento en ventas para el 2017 de 10.5% a/a y 6.41% a/a en términos reales. Un crecimiento derivado principalmente por la apertura de nuevas tiendas Surti-Mayoristas, sin embargo, el comportamiento en crecimiento de ventas mismos metros continúa en línea con la tendencia agregada del negocio (por debajo de la inflación en 4pbs).

La mediana en el margen bruto de los comparables es de 28.46% mientras que el margen bruto de la empresa para el 2017 es de 23.55%. El rezago del margen con respecto a los comparables refleja la falta de flexibilidad que la empresa tiene para ajustar los precios de venta dado el ambiente altamente competitivo en Colombia con tiendas *hard discount* y competidores importantes como Jumbo y Olímpica, mientras que en países como Brasil no existe el formato de *hard discount*. Adicionalmente, la inflación en alimentos no ayudó al crecimiento en ventas y en cambio, contribuyó a una disminución de 69pbs en el margen bruto con respecto al 2016. La empresa indica que la disminución en el margen bruto se debe a una reclasificación de gastos de logística contabilizados anteriormente como gastos operacionales y ahora contabilizados como costos de venta. Sin embargo, esto no invalida el argumento de poca flexibilidad que la empresa tiene para aumentar precios y la débil recuperación de la economía durante el año junto con el impacto negativo en ventas por reforma tributaria (IVA)

II.4.8 Gastos operativos y margen operativo

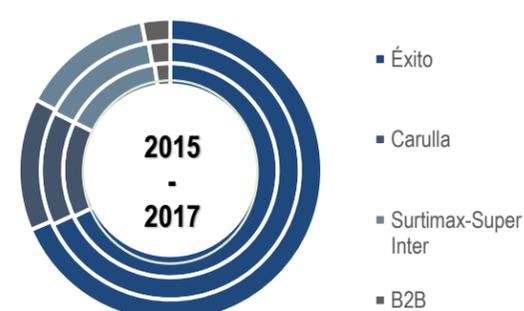
En general, los gastos fijos representan aproximadamente 8.89% de las ventas, mientras que los gastos variables 3.91% y no es una sorpresa que los gastos fijos más importantes de la empresa sean arrendamientos y compensación de empleados, después de todo el modelo de

Gráfico 10. IPC Colombia



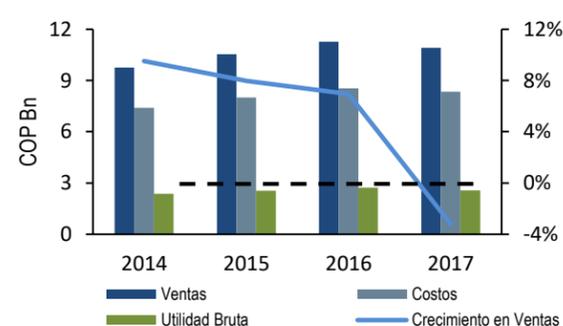
Fuente: Bloomberg, Construcción Corficolombiana

Gráfico 11. Almacenes Éxito: Ventas por segmento



Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

Gráfico 12. Almacenes Éxito: Utilidad Bruta



Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

negocio tiene altos requerimientos de espacios físicos y recursos humanos. Es importante destacar que para el año 2015, los gastos operativos representaban 19% con respecto a las ventas, lo cual implica un aumento de 246pbs de 2015 a 2017. De acuerdo a la empresa, los gastos operativos se han visto afectados por la inflación y ajustes de salario mínimo, si bien la compensación a empleados se ha mantenido bastante estable en los últimos 3 años (7.85% en promedio, relativo a las ventas). A pesar de haber explicado los salarios como un gasto fijo, estos gastos han tenido un comportamiento más variable que fijo, y se atribuye al cierre de tiendas no rentables, la apertura de nuevas tiendas y a su vez, la rentabilización de tiendas abiertas en periodos inmediatamente anteriores. Entre los 3 eventos se ha podido contrarrestar un efecto con otro y así, el gasto por empleados pareciera variable. Esto no cambia el hecho que durante la valoración estos gastos se tomen en cuenta como fijos, aunque en el largo plazo, teóricamente, todos los gastos son variables.

Por el contrario, los arrendamientos de la empresa y los gastos de administrativos son los que han mostrado un mayor crecimiento relativo. Comparando 2015 con 2017, estos dos gastos (tomados como un solo gasto) han incrementado 223pbs. Con el cambio en la contabilización de gastos operativos y costos de ventas que la empresa realizó, es de esperarse una mejora en los gastos operativos con respecto a las ventas. Sin embargo, esta situación fue lo contrario. Los gastos operativos de la empresa incrementaron su proporción con respecto a ventas en 140pbs a/a para el 2017, comportamiento atribuible al apalancamiento operativo.

De esta manera, el margen operativo de la empresa se ha visto afectado de manera importante. En el 2015 el margen operativo de la empresa se encontraba en 5.09% y para el cierre 2017 la empresa reporta un margen de 2.08%, 301pbs menor. El margen operativo actual de la empresa implica un rezago importante frente a sus comparables en la región (la mediana de la región refleja un margen operativo de 6.83%). También, la empresa muestra un rezago en sus gastos operativos frente a sus comparables de 57pbs, lo cual se suma a un aumento en la competencia de la empresa y declive en la economía colombiana explicando así, el deterioro del margen operativo.



Tabla 9. Ventas, Margen Bruto, Gastos Operativos % Ventas y Margen EBITDA Comparables

Empresa	Ventas USD mm	Margen Bruto	Gastos Operativos % Ventas	Margen EBITDA
Cia Brasileira De Dis-Sp Prf	14,117	24%	21%	6%
Import Y Export Patagonia-B	1,997	31%	30%	2%
Organizacion Soriana S.A.B-B	8,315	22%	16%	8%
Smu Sa	3,482	28%	24%	6%
La Comer Sab De Cv	882	25%	21%	8%
Almacenes Exito Sa	19,126	25%	21%	6%
Inretail Peru Corp	2,396	31%	22%	11%
Cencosud Sa	16,128	29%	21%	6%
Cresud S.A.C.I.F.Y A.	5,157	29%	2%	27%
Walmart De Mexico Sab De Cv	31,653	22%	15%	10%
El Puerto De Liverpool-Ser 1	6,478	42%	30%	15%
S.A.C.I. Falabella	13,831	38%	28%	14%

Fuente: Bloomberg, Construcción Corficolombiana

II.4.9 Capital de Trabajo y Flujo de Caja Operativo

La empresa está manejando su inventario de manera eficiente, minimizando el riesgo de incurrir en niveles inadecuados de inventario. Para el 2017, la empresa tuvo aproximadamente 49 días de rotación de inventario, ligeramente mayor a los 48 días del año anterior. Aunque los días de rotación de inventario aumentaron, se considera que no es un factor negativo dado que las ventas de la empresa disminuyeron para el mismo periodo (3.21% a/a). Es importante destacar que los comparables de la empresa en la región están rotando su inventario en aproximadamente 52 días, 3 días más, lo que implica una ventaja competitiva en el ciclo de conversión de efectivo, a partir del manejo de inventarios.

Con respecto a la gestión de las cuentas por cobrar de la empresa, la rotación de estas es aproximadamente 2.8 días frente a 8 días de sus comparables. El manejo de los tiempos de cobro es muy ajustado, considerando los tiempos que ofrecen los comparables en la región.

Por otro lado, la empresa ha estado aumentando significativamente sus días de pago, pasando de 92 días en 2016 a 108 días en 2017, frente a 70 días de pago de sus comparables. Si el comportamiento en días de pago continúa de esta manera, la relación con proveedores puede verse afectada, resultando en problemas de liquidez para la empresa.

Ahora bien, la empresa posee un ciclo de conversión de efectivo negativo, el cual ha pasado de -40 días en 2016 a -56 días en 2017. El comportamiento del ciclo de conversión de efectivo se debe a la estrategia de apalancamiento con proveedores como se mencionó anteriormente, por lo que se considera un factor perjudicial. **Es necesario que la empresa cuide su relación con sus partes interesadas dado que en los próximos años se vienen pagos importantes de deuda, lo cual dejará a la empresa con mínima flexibilidad, si no escasa, para hacer frente a sus necesidades operativas de corto plazo.**

En línea con el ciclo de conversión de efectivo, la empresa refleja la estrategia de apalancamiento con cuentas por pagar en su flujo de caja operativo, el cual ha sido positivo y solido los últimos 3 años. El flujo de caja operativo para el año 2017 fue de COP 755,866mm mientras que el cambio neto en cuentas por pagar fue de COP 708,041mm. Así mismo, el año anterior el flujo de caja operativo fue de COP 1Bn contra un cambio neto en cuentas por pagar de COP 995,417mm. Almacenes Éxito registra este cambio neto de cuentas por pagar en su estado de flujo de efectivo como un “aumento en otras cuentas por pagar derivadas de las actividades de operación”, lo cual no coincide al hacer el cálculo con las cuentas que aparecen en el balance general de la empresa. Sin embargo, el cambio calculado con el balance general de la empresa sigue reflejando la estrategia de apalancamiento con proveedores, aunque en menor escala. Haciendo el cálculo con el balance general, la compañía muestra un cambio neto en cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar de COP 337,972mm para el año 2017 y COP 328,550mm para el año anterior, aproximadamente 44% del flujo de caja operativo para el año 2017 y 32% para el año 2016.

Tabla 10. Ciclo de Conversión de Efectivo Comparables

Empresa	Días de Inventario	Días de Cobro	Días de Pago	Ciclo de Conversión de Efectivo
Cia Brasileira De Dis-Sp Prf	49.33	6.18	56.52	-1
Import Y Export Patagonia-B	54.47	27.97	46.31	36.14
Organizacion Soriana S.A.B-B	79.5	3.39	72.59	10.3
Smu Sa	45.98	9.16	97.43	-42.29
Almacenes Éxito Sa	49.03	2.78	108.3	-56.49
Inretail Peru Corp	66.79	4.89	108.21	-36.53
Cencosud Sa	55.05	26.04	85.06	-3.97
Cresud S.A.C.I.F.Y A.	31.57	50.2	84.59	-2.82
Walmart De Mexico Sab De Cv	43.38	0.26	49.73	-6.08
El Puerto De Liverpool-Ser 1	86.18	59.57	66.92	78.83
S.A.C.I. Falabella	80.64	179.69	59.11	201.23
Mediana	51.9	7.67	69.76	-1.91

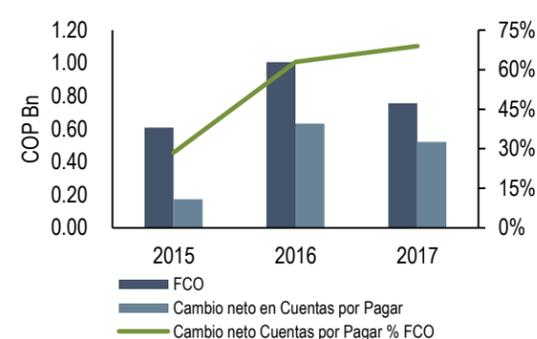
Fuente: Bloomberg, Construcción Corficolombiana

II.4.10 Inversión en Activos Fijos

En el año 2015, como se menciona en la Sección “Grupo Éxito en el contexto de Grupo Casino”, la empresa realizó su adquisición más grande a la fecha. En la adquisición de las operaciones en Brasil y Argentina se registró un gasto para obtener control en subsidiarias por COP 5.6Bn y COP 440,585mm en intangibles, mayormente producto de las adquisiciones.

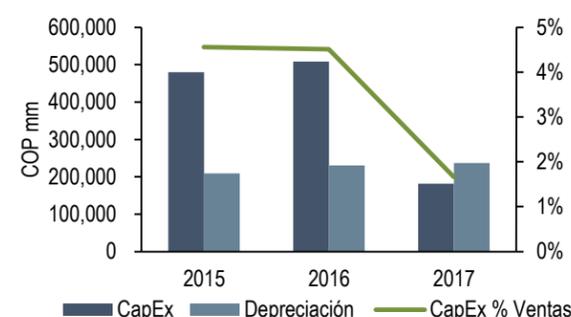
Para el año 2015 y 2016, la empresa registró un gasto por inversión en activos fijos que representó 4.56% y 4.51% de las ventas, respectivamente. Si se asume un gasto por inversión de mantenimiento igual a la depreciación, la empresa invirtió 2.57% en promedio para expansión de activos fijos. Para el año 2017, la empresa invirtió 1.67% de las ventas en activos fijos, mucho menos que los dos años anteriores. Esta inversión se realizó mayormente para la apertura de nuevas tiendas, conversiones de tienda y remodelaciones, razón por la cual se asume que la empresa no invirtió lo suficiente para mantenimiento de activos fijos e incluso, invirtió COP 55,393mm menos que el gasto de depreciación para el periodo. En el gráfico de inversión en activos fijos, se puede apreciar lo anterior.

Gráfico 15. Almacenes Éxito: FCO



Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

Gráfico 16. Almacenes Éxito: Inversión en Activos Fijos



Fuente: Éxito CB, Construcción Propia

Es claro como se ha reducido el nivel de inversión en activos de manera sustancial e incluso, a niveles menores con respecto al gasto por depreciación, lo cual si se mantiene en el tiempo, disminuirá el activo total de la empresa y traerá consecuencias negativas tales como disminución de la solvencia. Adicionalmente, los activos fijos de la empresa tienen aproximadamente 7 años de vida restante, situación que junto con la inversión por un monto menor a la depreciación, lleva a inferir que la empresa necesitara un nivel de inversión mucho mayor en el mediano plazo. Esta realidad se atribuye a la inversión en adquisiciones y fusiones que la empresa realizó en el año 2015. Decisiones de inversión que han resultado en contra del principal objetivo de maximizar el valor patrimonial para todos los accionistas.

II.4.11 Retorno de Capital

Los retornos de la empresa sobre el capital invertido son mínimos, tanto para los accionistas como para todos los acreedores. El retorno sobre el capital invertido o *Return on Invested Capital*, por sus siglas en inglés (ROIC), para el año 2016 fue de 4.33% y para el año 2017 cayó 219pbs, ubicándose en 2.14%. La caída del ROIC se atribuye a la caída de la utilidad operativa (-51.70% a/a). Con un retorno de capital tan bajo relativo al 6.97% de los comparables en la región, no hay necesidad de comparar el ROIC con el retorno mínimo esperado sobre el capital o WACC por sus siglas en inglés, para determinar que la empresa está destruyendo valor tanto para sus accionistas como para todos los acreedores. Y es que si se basa el análisis sobre las tasas libres de riesgo en pesos colombianos, las cuales tienen un rendimiento de aproximadamente 6%, es notorio la gran diferencia que existe. La empresa no logra siquiera retornar un rendimiento mínimo de un instrumento libre de riesgo como lo son los TES de largo plazo (instrumento colombiano de renta fija en moneda local).

En cuanto al retorno patrimonial o *ROE* por sus siglas en inglés, la empresa muestra un comportamiento contrario al *ROIC*. El *ROE* para el año 2016 fue de 0.57%, mientras que para el año 2017 aumentó 223pbs al ubicarse en 2.80%. La mejora del indicador de retorno se explica por incremento de 209.32% a/a en ingresos por método de participación, más que por un mejor manejo en los gastos financieros. Adicionalmente, se presentó una provisión negativa de impuestos. De esta manera, no se considera saludable el aumento del retorno patrimonial dado que no es producto de mejores márgenes ni mayor habilidad de la empresa para mantener gastos financieros e impositivos bajos. Por consiguiente, al igual que el *ROIC*, el nivel del *ROE* muestra la destrucción de valor a la inversión del accionista.

Al comparar el *ROE* con el retorno patrimonial mínimo esperado por un inversionista sobre una empresa promedio en Colombia, se aprecia de mejor manera la destrucción de valor. El retorno mínimo esperado sobre el patrimonio de una empresa colombiana se puede calcular con el modelo *CAPM*, por sus siglas en inglés, y los siguientes valores calculados a la fecha de redacción: una tasa libre de riesgo largo plazo en USD de 2.94% mas una prima de riesgo del mercado accionario, calculada con i) un beta igual a 1x, para reflejar que se refiere al mercado en general, ii) una prima accionaria de 4.78% para Estados (Damodaran), iii) una prima extra por riesgo país de 3.2%(departamento de Finanzas Corporativas de Corficolombiana) y iv) un ajuste por diferencial inflacionario calculado con una inflación esperada en COP de 3.5% y en USD de 2%. De esta manera, una empresa colombiana promedio debería generar un retorno mínimo esperado sobre capital patrimonial de aproximadamente 12.95%. Con esto en mente, Almacenes Éxito está generando un déficit de retorno de 9%, una destrucción de valor significativa. Y a pesar de que los excesos de retorno de los comprables se encuentran en línea con una destrucción de valor, en comparación, Almacenes Éxito destruye mayor valor para el accionista.

Tabla 11. Almacenes Éxito: Retornos de Capital

	2016	2017	Comparables
Carga Impositiva	0.37	1.55	
Carga Financiera	0.25	0.62	
Margen Operativo	0.04	0.02	
Rotación de Activo	0.74	0.69	
Apalancamiento Financiero	2.01	2.02	
ROE	0.57%	2.80%	4.07%
ROIC	4.33%	2.14%	6.97%

Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

II.4.12 Endeudamiento, solvencia y capacidad real de pago

A casi 3 años de la transacción de Brasil y Argentina, la empresa ha pagado menos del 30% de la deuda adquirida en el momento y para el cierre 2017, la empresa tenía en balance una deuda a largo plazo de COP 3.3Bn y una deuda a corto plazo de COP 0.8Bn para un total de COP 4.1Bn con un programa de pagos de capital a 1, 2, 3, 4, y más de 5 años de COP 799,920mm, COP 772,865mm, COP 1.8Bn, COP 203,455mm y COP 565,513mm, respectivamente.

Aunque la compañía nunca se ha referido a la transacción como un LBO, no se puede ocultar el hecho de que la compra de la participación en Brasil fue una compra apalancada. Además, la teoría que se maneja del LBO puede validarse considerando el hecho de que actualmente no se ha disminuido el nivel de endeudamiento y los problemas serios de solvencia.

Para determinar la solvencia de la empresa por indicadores financieros, es importante hacer un análisis separado en cuanto a solvencia contable y capacidad real de pago. En cuanto a solvencia contable, se refiere a los indicadores de solvencia como deuda a patrimonio (D/E), deuda a capital (D/C) y deuda a total activos (D/A). En estos indicadores la empresa se ve financieramente sólida, reflejando un endeudamiento acorde. Los tres indicadores tienen un valor de 0.52x, 0.40x y 0.26x respectivamente, lo cual indica que la empresa tiene un mayor nivel de capital patrimonial con relación a capital por deuda financiera. El nivel de estos indicadores es producto de una capitalización de prima en capital suscrito de aproximadamente COP 4,8Bn y participación en subsidiarias bajo el método de participación por COP 8,6Bn. La prima suscrita representa 91.78% del patrimonio total y el método de participación representa aproximadamente 51.91%. De esta manera, el apalancamiento de la empresa se ve sesgado por métodos y valores contables, reflejando una realidad que no es verdadera y no los indicadores no se consideran representativos de la solvencia de la empresa.

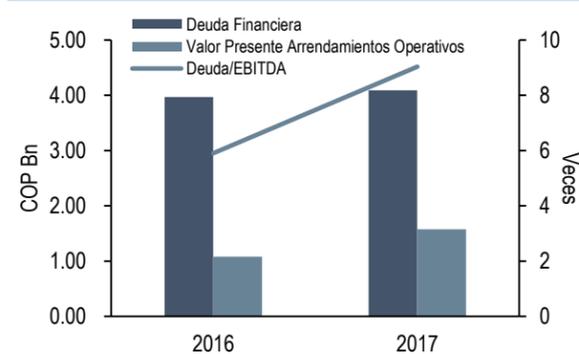
En cuanto a la capacidad de pago real, el nivel de generación de caja interna de la empresa no es suficiente para hacer frente a sus necesidades financieras mientras mantiene sus necesidades operacionales como capital de trabajo e inversión en activos fijos. El indicador Deuda/EBITDA para el cierre 2017 registro niveles de 9.04x, con un incremento de 3.13x con respecto al año 2016. Cuando se ajusta el indicador por el nivel de efectivo y equivalentes, el indicador Deuda Neta/EBITDA muestra niveles de 5.46x. Aunque es una mejora con respecto al indicador sin ajustar por efectivo y equivalentes, el indicador se encuentra significativamente por encima de los comparables en la región, lo cual genera preocupación con respecto a la capacidad de pago.

También, el indicador de cobertura (EBITDA/Gasto por intereses financieros) muestra niveles inadecuados de 0.67x. Este indicador indica la cantidad de veces que la empresa podría cubrir sus gastos por intereses con las ganancias operativas ajustadas por cargos contables, es decir, actualmente la empresa no logra ni siquiera cubrir sus gastos financieros con sus ganancias operativas ajustadas por cargos contables.

Si a los indicadores de EBITDA se les complementa con indicadores de flujo de caja, aumenta la preocupación relacionada con el nivel de endeudamiento y la capacidad de pago real. Primero, el indicador de cobertura se ajusta por el FCL y este se ubica en 1.71x, lo cual se tendería a considerar positivo pero con base al análisis de capital de trabajo, no se considera realmente positivo. También, dado la falta de voluntad de la empresa para hacer desglose de la deuda de manera realmente informativa y no solo un desglose para cumplir con la regulación, se tiene que asumir el costo de la deuda en libros como una aproximación a la tasa de interés sobre la deuda financiera. Así, se calcula un costo de la deuda en libros de 8.21% y se estima que la empresa todavía tiene flexibilidad de aproximadamente 6% en el costo de deuda antes de que el indicador baje por debajo de 1x. No obstante, se considera que este diferencial positivo se cerrara a medida que la empresa requiera refinanciar y/o emitir nueva deuda dado mayores costos financieros. Segundo, A pesar del indicador de cobertura ajustado, el indicador que realmente vuelve la situación alarmante es el indicador Deuda/FCL, el cual muestra niveles de 7.12x para el cierre 2017.

Se expresa una preocupación seria sobre el nivel de endeudamiento más que nada al contrastar el indicador de Deuda/FCL con el esquema de pagos mandatorios que la empresa tiene para los siguientes años. El flujo de caja libre para el año 2017 fue de aproximadamente

Gráfico 17. Almacenes Éxito: Acuerdos Contractuales



Fuente: Éxito CB, Construcción Corficolombiana

COP 574.806 millones y se acerca un pago de capital durante el año 2018 por COP 799.920 millones. Y si se contrasta el pago de capital que se tiene pautado para el año 2020 de COP 1.7 billones contra la caja de COP 1.6 billones al cierre 2017, la situación claramente lleva a pensar en una restructuración de deuda que implicaría un costo de la deuda mucho mayor a cambio de plazos más alejados en el tiempo y esquemas de pago de capital menos concentrados. Es necesario tener claro que una restructuración de deuda se considera tal cuando hay un cambio en las condiciones de la deuda, plazos y/o costo financiero.

También, es importante destacar que la empresa posee otros acuerdos contractuales distintos a deuda financiera. Es necesario entender que deuda no es solamente instrumentos de renta fija o deuda bancaria. La deuda se puede definir como un acuerdo contractual en el que el acuerdo i) tiene una duración pre-establecida, ii) genera beneficios impositivos, iii) tiene prioridad de pago tanto en negocio en marcha (*on-going business*) o como en caso de bancarrota y iv) si no se cumplen los pagos pactados, amortización e intereses, se incurre en impago (*default*) y la contraparte puede iniciar acciones legales.

Así, se destacan los arrendamientos operativos que la empresa tiene pre-acordados para el futuro. Aunque se entiende que el costo financiero de un arrendamiento operativo es menor al costo de la deuda financiera dado que el arrendador traspassa al arrendatario el beneficio tributario que percibe en forma de menores tasas de interés, se usa el cálculo de tasa de interés en libro para traer a valor presente los pagos mínimos que se generaran por cancelación del contrato, a falta de voluntad de la empresa para hacer desglose de la deuda. Y adicionalmente, un costo financiero de 8% es una tasa baja frente a la tasa que el mercado de deuda cargaría a la empresa. De esta manera, la empresa registro arrendamientos operativos para el 2016 por un valor aproximado de COP 1Bn y para el año 2017 por COP 1.6Bn. El valor de los arrendamientos operativos aumento el total de deuda a COP 5Bn y COP 5.7Bn respectivamente para los años 2016 y 2017. No hace falta mencionar que los ratios financieros calculados anteriormente bajo el nuevo valor de la deuda ajustada por arrendamientos operativos se deterioran de manera sustancial.

Tomando en cuenta el ajuste a la deuda por arrendamientos operativos y la preocupación por la solvencia no es una paranoia anticipar una restructuración de la deuda en el corto-mediano plazo, a pesar de la generación de flujo de caja operativo. La diligencia inadecuada del proceso de análisis para la compra apalancada de Companhia Brasileira de Distribuição y Libertad es la causa fundamental del deterioro del perfil crediticio de la empresa. La gerencia no valoro la importancia de hacer coincidir los pagos de capital con la generación esperada de caja de la inversión, principio básico de una compra apalancada.

Tabla 12. Almacenes Éxito: Cobertura de Deuda con FCL

COP mm	2016	2017
FCL a Intereses	1.37	1.71
Total acuerdos contractuales a FCL	10.19	9.87
Deuda Financiera	3,968,816	4,092,744
Valor Presente Arrendamientos Operativos	1,080,967	1,577,939

Fuente: Éxito CB, Construcción Propia

II.4.13 Proyección de Estados Financieros

II.4.13.1 Ventas y Margen Bruto

La economía en Colombia se está recuperando de manera muy lenta, sin embargo, esperamos que esta recuperación se acelere debido a que i) la culminación de las elecciones presidenciales debería resultar en un incremento en la inversión de capital que se había represado, así como en un impulso real en materia de infraestructura y ii) los niveles del precio del petróleo por encima de USD 60 por barril en 2018, resultan en un incremento en las exportaciones y una mejora en la situación fiscal de Colombia. Lo cual se traduce en apreciación de la tasa de cambio, resultando en una disminución de la inflación de transables.

A nivel de industria, tal como se explica en las secciones anteriores, se espera que el crecimiento en los competidores de *hard discount* se desacelere de manera importante en el corto plazo dada la saturación del segmento en la industria y la presión por rentabilizar las tiendas actuales. Lo anterior permitirá a Almacenes Éxito recuperar parte de la cuota de mercado perdida y en el peor de los casos, poder crecer con la industria mientras que los *hard discount* se estancan.

Gráfico 18. Almacenes Éxito: Proyección Ventas



Fuente: Construcción Corficolombiana

Por último, la empresa asegura que sus formatos *B2B* y *Carulla* son los más rentables y así, se espera que la empresa continúe enfocando recursos en estos formatos para crecer, si bien recordamos que estamos esperando una disminución en activos fijos debido al bajo nivel de inversión potencial.

En reciprocidad con los supuestos anteriores, se espera que las ventas se recuperen y puedan crecer a una tasa de crecimiento similar a los últimos 5 años. Según estimaciones de FENALCO, la empresa lograría crecer 4% sus ventas para el año 2018, estimaciones que consideramos conservadoras y tomamos como escenario base. Así, la empresa crece sus ventas durante el periodo de proyección explícito a una tasa de crecimiento compuesta de 5.18%, en línea con el crecimiento histórico. En línea con la recuperación de la cuota de mercado, se espera que la estructura de costos tenga una evolución positiva durante los próximos años, llegando inclusive a reflejar sinergias derivadas de las adquisiciones corporativas hechas en la región y mayores economías de escalas. Compensando lo anterior, es probable que un deterioro en la relación con sus proveedores afecte negativamente la estructura de costos.

De esta manera, estimamos una disminución en la estructura de costos actual, aunque mayor a la de sus comparables. Durante la proyección explícita el margen bruto de la compañía es 24.42%, 87 pbs mayor al margen actual y 404 pbs por debajo de los comparables.

Nuestras estimaciones de ventas y costos son conservadoras y probables, teniendo en cuenta que durante el debilitamiento de la economía y la entrada de competidores importantes como las tiendas *hard discount*, la empresa mantuvo un margen bruto promedio de 24%.

II.4.13.2 Gastos operativos y margen operativo

La proyección de gastos operativos de la empresa discrimina entre fijos y variables. Se asume un crecimiento en los gastos fijos de la empresa de 4.43% en promedio durante la proyección, correspondiente a la inflación esperada más un diferencial promedio de 1.29% (para 2017, este diferencial fue 3.24%). Con estos supuestos, los gastos fijos de la empresa representan 9.98% de las ventas durante la proyección, frente a aproximadamente 10% del 2017. Buscando reflejar el apalancamiento operativo, el comportamiento de estos gastos es inverso al comportamiento de ventas. Los gastos variables se proyectan como un porcentaje de ventas del 3.99% en promedio durante la proyección, frente al 3.91% promedio de los últimos 3 años.

Los gastos fijos más importantes de la empresa son los arrendamientos y las compensaciones a empleados. Los arrendamientos de la empresa están proyectados bajo el pago mínimo futuro por arrendamientos operativos que la empresa reporta en sus estados financieros, mientras que la compensación a empleados se toma como un porcentaje a las ventas.

Bajo estos supuestos, los gastos operativos de la empresa reflejan un crecimiento de 28 pbs relativo a ventas en el primer año de proyección y promedian 21.40% durante la proyección vs 20.90% actual de los comparables. Dado que los gastos operativos incluyen cargos contables como depreciación, provisión de cuentas por cobrar, descuentos en cuentas por pagar, etc., el margen EBITDA resulta más representativo. El margen EBITDA muestra una tendencia creciente durante la proyección explícita, ubicándose en 6.90% el último año de proyección. Aunque proyectamos una recuperación en los márgenes de la empresa, estos continúan siendo menores a los de los comparables, que a la fecha, registran un margen operativo de 6.83% y un margen EBITDA de 8.08%

II.4.13.3 Consideraciones con la deuda

Como se menciona en la sección de endeudamiento, la empresa no puede hacer frente al servicio programado de la deuda. Por esta razón, se considera altamente probable una restructuración. En el mejor de los casos, asumiendo que la empresa continua generando un Flujo de caja operativo de aproximadamente COP 700,000mm durante el año 2018 (con base al año 2017) y una inversión en activos fijos de COP 300,000mm (*guidance* de la empresa), el flujo de caja libre para el año 2018 sería de COP 400,000mm, muy inferior a la amortización de capital de aproximadamente COP 800,000mm. Es más que claro que la empresa no puede hacer frente a su servicio de deuda y por esta razón, se considera una restructuración de la deuda.

La empresa necesita un esquema de amortización menos concentrado en el corto plazo y en general más distribuido, para lo cual debe: i) restructurar la deuda con los acreedores actuales

Gráfico 19. Almacenes Éxito: Proyección Margenes de Ganancia



o, ii) recurrir al mercado de capitales y repagar la deuda actual, debido al monto de COP 4Bn, la colocación necesariamente se haría en el mercado de capitales internacional. En todo caso, la empresa deberá compensar al acreedor con una tasa de interés mucho mayor a la actual.

De acuerdo con nuestros cálculos (tal como se explica en la sección de valoración), el costo total de la deuda en USD para la empresa sería de 13% (15% en COP).

Con el costo financiero en mente, se realizaron varios escenarios de restructuración con deuda a corto, mediano y largo plazo, y en ningún caso la empresa puede hacer frente al servicio de deuda. Dado el nuevo gasto por interés anual calculado de COP 600,000mm. En otras palabras, durante el periodo de proyección explícito de 5 años, la empresa podría hacer frente a sus pagos de capital o hacer frente a los intereses causados, pero no podría cubrir todo el servicio de la deuda. Por esta razón, para efectos de la valoración, se establece la restructuración con pagos de capital posteriores al periodo explícito de proyección,

II.4.13.4 Reinversión en capital de trabajo e inversión en activos fijos

Proyectamos el requerimiento de capital de trabajo a partir del ciclo de conversión de efectivo (días de cobro, días de inventario y los días de pago), así como los gastos pre-pagados e impuestos. Incorporando lo anterior, el ciclo de conversión de efectivo durante nuestra proyección continúa siendo mejor al de sus comparables (Almacenes Éxito -40.3 Vs Comparables -1.9 días).

Aunque continuamos proyectando un apalancamiento en proveedores, este disminuye, y el último año de proyección baja a 80 días de pago contra los 70 días actuales de los comparables y los 35 de la empresa hoy.

Con respecto a la inversión en activos fijos, según el *guidance* de la empresa, el capex de 2018 es de COP 300,000mm. No obstante, teniendo en cuenta la inversión incurrida durante 2017 (COP 182,000mm), no vemos factible que la empresa cumpla con su *guidance*. De acuerdo con nuestra proyección el flujo de caja operativo de la empresa para el 2018 es aproximadamente COP 240,000mm, con lo que el FCL de la empresa para el mismo año quedaría en COP -60,000mm para cumplir con el capex estimado, sin haber hecho frente al pago de deuda de aproximadamente COP 800,000mm.

Manteniendo la consistencia de nuestras proyecciones, estimamos que la empresa continuara invirtiendo menos que el gasto de depreciación, por lo que el tamaño de su activo continuará contrayéndose. Así las cosas, para el año 2018 estimamos una inversión en activos fijos de aproximadamente COP 180,000mm, igual a la del 2017. Para los siguientes años de la proyección, utilizamos el 40% del gasto de depreciación como valor a invertir.

II.4.14 Valoración

La valoración de Almacenes Éxito se hizo utilizando varios métodos de valoración, tales como: descuento de flujos de caja de la firma, descuento de caja de flujos de caja del accionista, descuento de flujos de caja de la firma ajustados y modificados (*MAPV* por sus siglas en inglés) y valoración relativa. Teniendo en cuenta la reestructuración de la deuda proyectada, **el valor patrimonial de Almacenes Éxito se estima mediante valoración relativa, utilizando el múltiplo EBITDA, con lo que obtuvimos COP 1.3Bn.**

A continuación describimos los resultados de la valoración por cada método utilizado.

II.4.14.1 Modelo de Flujo de Caja Descontado, *DCF* por sus siglas en inglés.

Como la empresa es privada y las calificadoras de riesgo siguen es al grupo económico como tal, se calculó el *Kd* a través de un rating sintético y un diferencial de impago, o *corporate default spread* por su nombre en inglés. Con la razón actual de cobertura de intereses de 0.67x, si la empresa sale al mercado de deuda tendría una calificación de CCC, pues a pesar de las dificultades, la empresa continua generando flujos de caja operativos positivos. Así, calculamos un diferencial de impago de 8.64% con una tasa libre de riesgo en USD de 3% y un diferencial adicional por riesgo país de 2/3 de los CDS de Colombia a 10 años. Con esto en mente, el *Kd* de la empresa en USD es de aproximadamente 13.39% y escalado a COP se calculó un *Kd* de 15.06%.

Con respecto al costo del patrimonio (*Ke* por sus siglas en inglés), se estimó con una tasa libre de riesgo de 3% en USD, una prima por riesgo de mercado accionario de 4.78% (Damodaran

Gráfico 20. Almacenes Éxito: Activo: Proyección Activo fijo



Fuente: Construcción Corficolombiana

2018), un diferencial por riesgo país de 2.19% y un beta de 0.80x calculado a través de los comparables en la región y apalancado con una razón deuda a patrimonio en libros y una tasa impositiva de 33%. Así, el K_d de la empresa en USD promedia 10.85% y escalado a COP el K_e de la empresa promedia 12.48%.

De esta manera, el costo ponderado del capital, $WACC$ (por sus siglas en inglés), se calcula utilizando una estructura de capital de 34% deuda y 66% patrimonio, sin mayores variaciones durante el periodo de proyección explícito. Con una tasa impositiva marginal del 33% se calcula un $WACC$ en COP promedio de 11.62%.

Por otro lado, el crecimiento promedio del flujo de caja libre durante el periodo de proyección explícito es 20%, la reinversión promedio de 11.14% y el retorno sobre el capital invertido ($ROIC$ por sus siglas en inglés), es 2.50%. Los $FCFF$ los consideramos positivos siempre y cuando la empresa este reinvertiendo para crecer y no sean producto de una desinversión o un cambio en capital de trabajo negativo. Después de todo, sin reinversión no hay crecimiento y por esta razón, no consideramos que los $FCFF$ de la empresa sean saludables.

Para la perpetuidad, tenemos en cuenta la contracción en los activos fijos explicada. A pesar de lo anterior, asumimos que la empresa logra crecer a perpetuidad sus ventas con la inflación, situación poco probable dado que la empresa no ha logrado generar ventas mismos metros mayores a la inflación los últimos años. Bajo este escenario, los $FCFF$ para el año terminal se estiman en COP 281,332mm.

Si por el contrario se toma en cuenta el tema de la reinversión, la empresa en perpetuidad no puede crecer y cada vez se haría más pequeña. Bajo este escenario, el $FCFF$ para el año terminal se estima en COP 234,050mm.

Ahora bien, la sumatoria de los $FCFF$ explícitos descontados es de COP 859,348mm y bajo el escenario donde la empresa no tiene crecimiento en perpetuidad, el valor terminal de la empresa descontado es de COP 1,2Bn y el valor de los activos operativos es de COP 2Bn. Luego de ajustar por deuda y efectivo, se obtiene un valor intrínseco del patrimonio de COP -449,690mm.

Por otra parte, si asumimos el escenario de crecimiento en línea con la inflación, el valor intrínseco del patrimonio es de COP 387,237mm. Este escenario tiene mayor sentido en la realidad pero menos lógica con respecto al crecimiento sostenible potencial que puede tener la empresa en el largo plazo.

Tabla 13. Almacenes Éxito: Modelo de Descuento de flujo de caja							
	2018	2019	2020	2021	2022	Perpetuidad (g=3.5%)	Perpetuidad (g=0%)
Ventas	11,341,156	11,851,508	12,539,466	13,267,357	14,037,502	14,529,291	14,037,502
Crecimiento Ventas	4.00%	4.50%	5.80%	5.80%	5.80%	3.50%	0.00%
Margen EBIT	2.10%	2.47%	2.98%	3.51%	4.13%	4.13%	4.13%
EBIT	238,640	292,408	373,756	465,204	580,170	600,495	580,170
Tasa Impositiva	37.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
EBIT (1-t)	150,343	195,913	250,416	311,687	388,714	402,332	388,714
Capex	180,000	102,016	106,096	110,340	114,754	298,360	298,360
Depreciación	255,039	265,241	275,850	286,884	298,360	298,360	298,360
Cambio en Capital de Trabajo	263,453	115,830	116,769	129,944	147,325	121,000	154,664
Reinversión	188,414	-47,395	-52,985	-46,600	-36,281	121,000	154,664
FCFF	-38,071	243,309	303,402	358,286	424,994	281,332	234,049
Valor Terminal						3,453,791	2,009,182
VA FCFF	-34,224	196,345	219,216	231,793	246,219	2,000,938	1,164,010
Valor de los Activos Operativos						2,860,287	2,023,359
Deuda						4,092,744.00	4,092,744.00
Efectivo						1,619,695.00	1,619,695.00
Valor Patrimonial						387,238	-449,690
Tasa de Reinversión	125.32%	-24.19%	-21.16%	-14.95%	-9.33%	30.07%	39.79%
Capital Invertido	10,780,092	10,732,697	10,679,712	10,633,112	10,596,831	10,717,831	0
ROIC	1.75%	1.83%	2.34%	2.93%	3.67%	11.65%	11.65%
Crecimiento Fundamental	2.19%	-0.44%	-0.50%	-0.44%	-0.34%	3.50%	4.63%
WACC	11.40%	11.69%	11.68%	11.67%	11.65%	11.65%	11.65%
Excesos de Retorno	-9.65%	-9.86%	-9.34%	-8.74%	-7.98%	0.00%	0.00%

Fuente: Construcción Corficolombiana

II.4.14.2 Valoración por el método MAPV (Modified Adjusted Present Value)

Este modelo es consistente con el DCF salvo que el valor agregado por endeudamiento se cuenta explícitamente y no implícitamente en el $WACC$. Adicionalmente, resuelve la limitación por estructura de capital calculada con valores en libro o la valoración de empresas privadas. Con este modelo también se obtiene un valor intrínseco del patrimonio de la empresa negativo

(COP -44,662mm) asumiendo crecimiento en perpetuidad en línea con la inflación y no se considera apropiado una decisión de inversión con base a estos resultados.

No obstante, de este modelo se puede analizar el valor agregado que actualmente el nivel de apalancamiento está generando. El valor total agregado por endeudamiento es de COP -934,906mm. Este modelo explícitamente indica el problema, en términos monetarios, que la empresa está teniendo por un apalancamiento desproporcional.

Tabla 14. Almacenes Éxito: Modified Adjusted Present Value, MAPV						
	2018	2019	2020	2021	2022	Perpetuidad
VA FCFF Sin Apalancar	-34,475	199,519	225,298	240,925	258,791	2,473,236
Escudo tributario	157,943	140,868	140,868	140,868	140,868	140,868
Costo por bancarrota	204,598	217,589	217,589	217,589	217,589	217,589
Valor agregado de la deuda	-46,656	-76,721	-76,721	-76,721	-76,721	-76,721
VA escudo tributario	143,025	115,515	104,605	94,725	85,778	1,238,392
VA costo por bancarrota	185,274	178,428	161,575	146,315	132,496	1,912,858
VA valor Agregado por apalancamiento	-42,249	-62,913	-56,971	-51,590	-46,717	-674,466
Valor FCFF sin apalancar						3,363,293
Valor agregado por deuda						-934,906
Valor de los activos operativos						2,428,387
Deuda						409,274
Efectivo						1,619,695
Valor Patrimonial						-44,662
Deuda	4,092,744	4,092,744	4,092,744	4,092,744	4,092,744	4,092,744
Costo de los activos, Ka	10.43%	10.43%	10.43%	10.43%	10.43%	10.43%
TES 28	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
Kd COP	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
Diferencial de impago	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
Tasa Impositiva	37.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
Crecimiento	4.0%	4.5%	5.8%	5.8%	5.8%	3.5%

Fuente: Construcción Corficolombiana

II.4.14.3 Valoración relativa

Los comparables utilizados son empresas en el sector de ventas minoristas con operaciones en la región. Los comparables utilizados están cotizando a un múltiplo EV/EBITDA de 12.08x, EV/Ventas de 0.98x y P/ventas de 0.49x.

El valor patrimonial de la empresa se determinó bajo 3 escenarios que se describen a continuación:

Escenario 1: Se vende la empresa a un Múltiplo con cifras al cierre fiscal 2017.

Calculamos el valor de la empresa y el patrimonio con base a ventas por COP 10.9Bn, EBITDA por COP 463,768mm, deuda por COP 4.1Bn y efectivo por COP 1.6Bn.

Tabla 15. Almacenes Éxito: Valoración relativa Caso1						
Múltiplo de Valoración	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Percentil 90	Máximo
EV/Ventas	-454,926	3,068,583	8,160,882	11,839,835	13,553,152	19,494,777
EV/EBITDA	-1,133,393	1,022,088	3,129,169	3,921,041	4,298,039	5,578,729
Precio/Ventas	1,462,749	3,707,611	5,321,836	12,895,123	14,943,141	18,216,699

Fuente: Construcción Corficolombiana

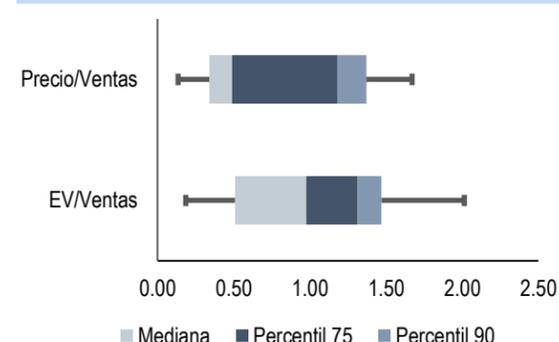
Escenario 2: Se vende la empresa con una proyección explícita de flujos de caja de la firma y el valor terminal se calcula con un múltiplo.

En este caso, se toma en consideración la proyección explícita realizada para los FCFF de la valoración por DCF y MAVP y se considera un múltiplo de salida para el año terminal. Posteriormente, se descuenta y se usa como valor actual al que la empresa podría ser vendida junto con los flujos de caja de la firma de la proyección explícita. Para llegar al valor patrimonial se ajusta por el valor de la deuda y el efectivo al cierre fiscal 2017.

Tabla 16. Almacenes Éxito: Valoración relativa Caso2						
Múltiplo de Valoración	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Percentil 90	Máximo
EV/Ventas	-55,923	2,663,856	6,594,574	9,434,338	10,756,838	15,343,146
EV/EBITDA	-109,452	2,310,856	4,676,817	5,565,981	5,989,297	7,427,336
Precio/Ventas	1,084,391	2,748,592	3,945,278	9,559,642	11,077,915	13,504,727

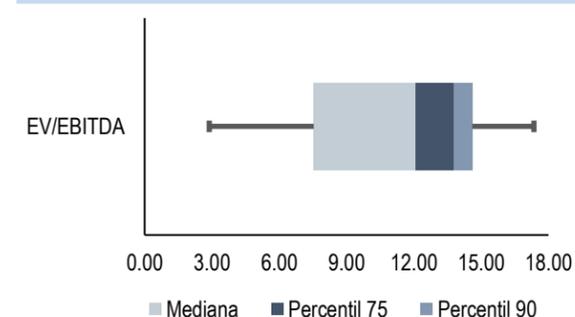
Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 21. Comparables Regionales Ventas Minoristas



Fuente: Bloomberg, Construcción Corficolombiana

Gráfico 22. Comprables Regionales Ventas Minoristas



Fuente: Construcción Corficolombiana

Escenario 3: Se vende la empresa a un múltiplo con cifras 12-meses corridos, o *trailing twelve months* por sus siglas en inglés (*TTM*).

Finalmente, en el escenario 3, se estima un valor de la empresa con cifras *TTM* para ser lo más actualizados posibles con los estados financieros de la empresa. De esta manera, las ventas totalizan COP 10.9Bn, el EBITDA COP 421,202mm, la deuda COP 4.4Bn y el efectivo COP 630,977mm. Un factor a destacar es el aumento de deuda y el nivel menor de efectivo para 1T18.

Tabla 17. Almacenes Éxito: Valoración relativa Caso 3

Múltiplo de Valoración	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Percentil 90	Máximo
EV/Ventas	-1,727,998	1,796,056	6,889,141	10,568,662	12,282,244	18,224,787
EV/EBITDA	-2,529,735	-572,090	1,341,597	2,060,789	2,403,184	3,566,329
Precio/Ventas	1,462,975	3,708,184	5,322,658	12,897,116	14,945,449	18,219,514

Fuente: Construcción Corficolombiana

Tomando como referencia la mediana del múltiplo registrado por los comparables. Los múltiplos de valor empresarial (EV/Ventas y EV/EBITDA) arrojaron valores patrimoniales negativos, situación que no se observa con el múltiplo Precio/Ventas dado que es un múltiplo patrimonial que no se ajusta por el efectivo y la deuda específica de la empresa analizada, lo cual consideramos vital en Almacenes Éxito.

Así, utilizamos el múltiplo EBITDA (EV/EBITDA), con el valor del EBITDA de los últimos doce meses (*TTM* por sus siglas en inglés). Este múltiplo considera el nivel de EBITDA de la empresa y teóricamente es una aproximación al Flujo de caja operativo de esta, que en el caso de Éxito puede continuar reflejando dificultades de reinversión y el flujo de caja operativo estar afectado. De esta manera, **el valor de los activos operativos y el valor patrimonial es de COP 5Bn y COP 1.3Bn respectivamente.**

II.5. OPERACIONES EN BRASIL

II.5.1 Industria de Ventas minoristas en el contexto de la economía Brasileira.

A partir de 2014, la economía de Brasil entró en recesión, tocando fondo en 4T15 cuando la economía se contrajo 5.58% a/a. Además del fin del ciclo alcista de los precios del petróleo y otros *commodities*, la desaceleración del crecimiento de China (uno de los socios comerciales clave de Brasil), se sumaron los escándalos de corrupción que involucran altos mandos gubernamentales y empresas tales como Petrobras y Odebrecht.

Para el año 2017, la economía mostró leves mejoras, llegando a crecer 2.12% a/a en 4T17. Durante el año 2018 se tienen previstas elecciones presidenciales, por lo que la incertidumbre política deberá disminuir, generando confianza tanto en el consumidor como en el inversionista.

En línea con la economía, las principales variables que afectan a la industria han tenido un comportamiento negativo desde el año 2012. La tasa de desempleo alcanzó un máximo de 13.70% en 1T17 y cerró el año 2017 en 12%. La inflación ha sido alta, ubicándose en un máximo de 13.33% en 3T16. Aunque las ventas minoristas se ajustan o indexan con la inflación (variaciones nominales), el deterioro en el consumo y la economía en general han contrarrestado el efecto “positivo” de la inflación. En todo caso, en los últimos 2 trimestres de 2017, las ventas minoristas reales de alimentos tuvieron crecimientos de 6% a/a y 6.7% a/a respectivamente.

Es importante mencionar que Brasil tiene actualmente 208 millones de habitantes con una concentración de 84% en áreas urbanas, áreas geográficas en las que Companhia Brasileira de Distribuição mayormente opera. Con base al promedio mensual de ingresos, la población de Brasil se clasifica en: A, B1, B2, C1, C2, D/E. Donde la Clase A representa la población con mayores ingresos y D/E representa la población con menores ingresos. Para el año 2017, el ingreso promedio mensual para cada clase en moneda local era 20,273, 8,696, 4,427, 2,409, 1,446 y 640 respectivamente para las clases A, B1, B2, C1, C2, D/E

Según la Asociación de Supermercados de Brasil, *ABRAS*, durante 2017 la industria de ventas minoristas de alimentos en Brasil representó el 5.4% del PIB, con un crecimiento de 4.3% en términos nominales con respecto al año 2016. Adicionalmente, *ABRAS* afirma que la industria en Brasil está altamente concentrada en 5 cadenas de ventas minoristas. Estas 5 empresas representan aproximadamente 39.7% del total de la industria para el año 2017 y se refleja una contracción de las mismas con respecto el año 2015, cuando las 5 empresas concentraban el 51.5% del total de la industria.

Para el año 2018 y los años subsecuentes, se espera que la economía en Brasil muestre crecimiento sostenido, con el incremento en los precios del petróleo y los resultados de las elecciones presidenciales del año 2018 como catalizadores para disminuir la incertidumbre política, el déficit fiscal, fomentar la apreciación de la moneda local, y así fomentar la confianza del consumidor y la confianza inversionista en el país. Según el Fondo Monetario Internacional, la economía en Brasil va a recuperar su ritmo de crecimiento real, llegando a 2% a partir del año 2018, con un crecimiento máximo del 2.5% para el año 2019.

II.5.2 Companhia Brasileira de Distribuição

Companhia Brasileira de Distribuição es una empresa brasileira líder en la industria de venta minoristas y mayoristas en el segmento de alimentos. Según *ABRAS* la empresa fue el minorista de comida más grande de Brasil y el segundo participante más grande dentro del segmento de ventas mayoristas bajo el formato *cash & carry*. También, *ABRAS* afirma que la empresa aumento en 5pbs su cuota de mercado con respecto al año anterior, con una participación de mercado total de 13.8%. Los productos que maneja la empresa son esencialmente productos listos para la venta que la empresa compra a proveedores y revende al consumidor final. Algunos de estos productos son revendidos bajo marcas propias de la empresa. Adicionalmente, la empresa se apalanca en su negocio de comercio en línea, ofreciendo aproximadamente 29 millones de productos a través de ventas en línea.

La empresa opera dos segmentos de la industria de consumo de productos básico o mejor conocida como *consumer staples*, por su nombre en inglés. Estos segmentos son ventas

Gráfico 23. Brasil: PIB real Vs Ventas minoristas reales

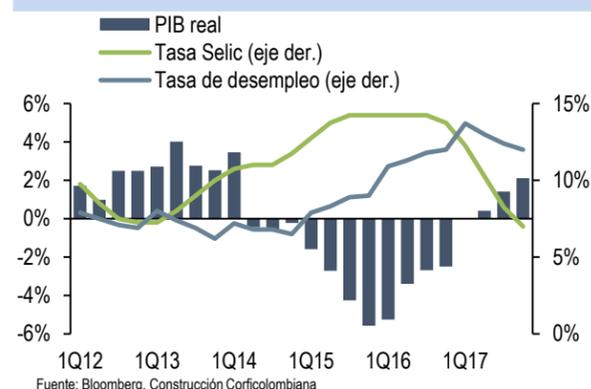


Gráfico 24. Brasil Inflación Vs Inflación Alimentos

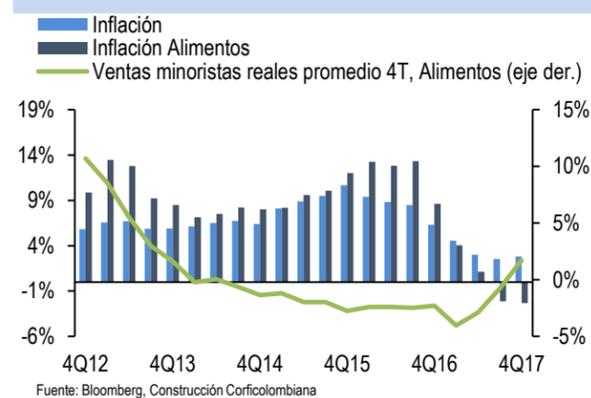


Gráfico 25. Brasil: Promedio per capita de ingresos (BRL)

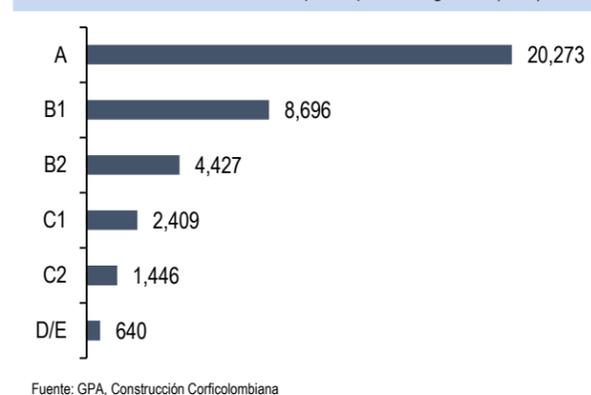
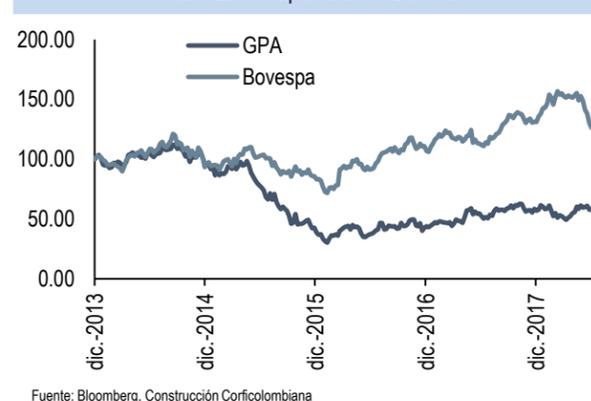


Gráfico 26. Economías LatAm: Crecimiento promedio esperado



Gráfico 27. Comportamiento Bursátil



minoristas de comida y ventas mayoristas bajo un formato de *cash & carry*. Para un mejor entendimiento del negocio, los segmentos en que opera la empresa se pueden desagregar de manera más granular en ventas minoristas, ventas mayoristas bajo formato *cash & carry*, comercio en línea y bienes raíces comerciales. Las ventas minoristas se operan bajo Multivarejo a través de varios formatos de tiendas. El formato de supermercados se opera bajo las marcas “Pao de Açúcar” y “Extra Supermercado”, los hipermercados se operan bajo la marca “Extra Hiper”, las tiendas de proximidad (mejor conocidas como tiendas de barrio) se operan bajo las marcas “Minimercado Extra”, “Minuto Pao de Açúcar” y “Aliados”. Por otra parte, *cash & carry* es un segmento operado bajo la marca “Assai” mientras que el segmento de bienes raíces comercial es operado a través de centros comerciales bajo la marca “conviva” y es consolidado dentro del segmento de ventas minoristas de comida.

Actualmente, las operaciones de comercio en línea y electrodomésticos son clasificadas como operaciones discontinuas dado que se manejan bajo la subsidiaria “Via Varejo”, la cual es registrada contablemente como un activo mantenido para la venta. Via Varejo es la empresa que opera las marcas “Ponto Frio” y “Casa Bahia”, las cuales comercializan electrodomésticos. Adicionalmente, Via Varejo es el único accionista de Cnova Brazil, el cual es un vehículo por el cual Via Varejo maneja el comercio en línea bajo las plataformas Casabahia.com, Extra.com, Pontofrio.com, Barateiro.com y Cdiscount.com

II.5.3 Marcas de comercialización

Pao de Açúcar

- Es la cadena de supermercados Premium que maneja la empresa.
- Las tiendas se encuentra mayormente en la ciudad de Sao Paulo.
- El nicho de mercado de esta marca son la población brasilera de la clase A y B.
- Para el año 2017, la marca manejaba 1,291 m² de espacio de venta.
- El portafolio de productos de estas tiendas se compone de 96.4% alimentos y 3.4% productos no alimenticios.

Extra

- A través de esta marca la empresa busca satisfacer diferentes necesidades del consumidor por medio de formatos de tiendas como hipermercados, supermercados, farmacias y gasolineras.
- La marca ofrece productos alimenticios, electrodomésticos, ropa, productos para automóviles y productos para remodelación de hogares.
- La marca se compone de dos sub-marcas: Extra Supermercado y Extra Hiper
 - Extra Supermercado
 - Se basa en un formato de supermercados, enfocado a consumidores de clase media.
 - Ofrece productos de calidad para las compras de despensa y alta variedad de productos domésticos.
 - El portafolio de productos se compone básicamente de 96.1% productos alimenticios y 3.9% productos no alimenticios.
 - Extra Hiper
 - Se basa en formatos de hipermercados concentrados en la población brasilera de las clases B, C, D y E.
 - Ofrece mayor variedad de productos comparado con los otros formatos de tienda que tiene la empresa.
 - El portafolio de productos se compone 65.4% productos alimenticios y 34.6% productos no alimenticios.

Minimercado Extra y Minuto Pao de Azucar

- Estas dos marcas enfatizan en tiendas de proximidad mejorando los productos y servicio.
- Ofrecen una gran variedad de servicios personalizados en productos no perecederos tales como panadería, productos cárnicos, charcutería y quesos.
- Para diciembre 2017, el formato de tiendas de proximidad alcanzo 265 tiendas de las cuales 183 fueron bajo Minimercado Extra y 82 bajo Minuto Pao de Azucar.



Pão de Açúcar



- Minimercado Extra se centra en consumidores de clase media mientras que Minuto Pao de Azucar es una marca dirigida a consumidores con altos ingresos.

Aliados Compre Bem

- Es un modelo de negocio para las tiendas de proximidad que consiste en una asociación entre la empresa y minoristas independientes. La empresa se encarga de proveer experticia operacional. De esta manera, la empresa intenta alcanzar el potencial de ventas bajo este concepto de negocio con el suministro de productos a sus socios comerciales.

Assai

- Es la marca por la cual la empresa maneja sus operaciones en cash and carry.
- Tiene un formato especializado para operar como un centro de distribución pequeño donde los proveedores realizan las entregas de manera directa. Así, las tiendas de la marca no tienen necesidad de una infraestructura de logística compleja.
- Las tiendas se caracterizan por pasillos anchos y altos techos, lo cual aumenta la capacidad de almacenamiento de productos y facilita la carga de productos.
- Los clientes de esta marca son personas individuales como también corporaciones, minoristas convencionales, restaurantes y consumidores finales.
- Para diciembre 2017 la marca contaba con 126 tiendas.

Otros Negocios

- Gasolineras
 - Para diciembre del 2017 la empresa contaba con 72 gasolineras.
 - Gran parte de las gasolineras están ubicadas dentro del área de estacionamiento de tiendas Extra Hiper y algunas otras tiendas.
- Farmacias
 - Para diciembre del 2017 la empresa operaba 127 farmacias.
- Domicilios de comida y *In-Store Pick-up*
 - Este negocio provee apalancamiento para las ventas comercio en línea.
 - Las plataformas de domicilios usadas incluyen *PA Delivery* (Pao de Azucar Delivery) y *Extra Delivery*.
 - La empresa tiene un tiempo de respuesta para entregar sus pedidos de aproximadamente 24 horas y para los domicilios exprés 4 horas.
 - Algunas tiendas Pao de Azucar y Extra tienen ofrecen el servicio de *In-Store Pick-up*.
- Conviva
 - Refiere a los bienes raíces comerciales que maneja la empresa.
 - La marca está a cargo de la creación y administración de espacios comerciales.
 - Maneja 233 galerías comerciales y tiene aproximadamente 258.000 m² en área rentable bruta.

Operaciones Discontinuas

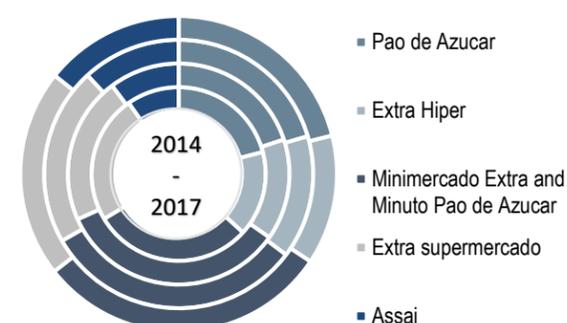
- Via Varejo
 - Empresa subsidiaria dueña de Ponto Frio, Casa Bahia y Cnova Brazil.
 - Ponto Frio
 - Empresa especializada en la comercialización de mueblería y electrodomésticos.
 - Para diciembre del 2017, la marca se componía de 220 tiendas.
 - El nicho de mercado que ataca la marca son clase media y clientes de ingresos altos.
 - La marca proporciona a los clientes facilidades de pagos, incluyendo planes de pago.
 - Casa Bahia
 - Empresa especializada en la comercialización de mueblería y electrodomésticos.
 - Para diciembre del 2017 la empresa manejaba 751 tiendas.

Gráfico 28. Tiendas por Marca de Comercialización



Fuente: GPA, ConsStrucción Propia

Gráfico 29. GPA: Composición de Tiendas



Fuente: GPA, Construcción Corficolombiana

- El nicho de mercado de esta marca son clientes de clase media y clientes con ingresos bajos (clase B y C de ingresos)
- La marca proporciona facilidades de pago como estrategia para retener clientes.
- Cnova Brazil
 - Subsidiaria que maneja las operaciones comercio en línea. La empresa asegura que esta subsidiaria es la segunda más grande dentro del comercio en línea brasilero.
 - Las plataformas principales son: Casabahia.com.br, Pontofrio.com.br y Extra.com.br.
 - La subsidiaria es dueña de EHub, el cual ofrece soluciones de comercio en línea a terceros.

II.5.4 Segmentos de operación reportados

Ventas minoristas de comida (Multivarejo): comprende la venta de productos alimenticios y no alimenticios a consumidores individuales por medio de los formatos de supermercados, hipermercados y tiendas de proximidad. Los productos alimenticios incluyen alimentos no perecederos, bebidas frías, vegetales, cárnicos, pan, charcutería, lácteos, productos de limpieza, productos desechables, y productos de higiene y cuidado personal. Productos no alimenticios consisten en ropa, calzado y accesorios, libros, papelería, artesanía, productos deportivos, mobiliarios, productos para mascotas, farmacia, gasolineras, etc. Este segmento incluye adicionalmente ingresos por espacios comerciales y ventas por comercio en línea.

Cash and carry (Assai): involucra ventas al por mayor de alimentos y productos no alimenticios a consumidores que desean tomar ventaja de precios a través de descuentos por volumen.

II.5.5 Competencia y ventajas competitivas

La industria minorista de alimentos en Brasil es altamente competitiva con grandes participantes tales como Cencosud, Walmart y Carrefour. Estas compañías junto con Companhia Brasileira de Distribuição son las 4 empresas de ventas minoristas más grandes de Brasil. La empresa enfrenta también competencia de otros participantes no tan grandes pero que son claves en la industria. Entre estos participantes se tiene a Futurama, Mambo, Pastorinho, Sonda, Big Box, Super Cei, Super Maia, Guanabara, Mundial Prezunic y Zonal Sul junto con pequeñas y medianas cadenas de minoristas, empresas familiares y otros minoristas de comida. En el sector de comercio en línea, Cnova Brasil es la empresa líder y la empresa asegura que esta no tiene ninguna competencia sustancial. Sin embargo, la empresa actualmente se encuentra vendiendo su participación de 43% en Via Varejo, la cual es dueña 100% de Cnova Brasil.

En la industria de ventas minoristas la variable clave para generar ventas es el consumidor. Las empresas en esta industria deben enfocar recursos y esfuerzos por incrementar la satisfacción de las necesidades del consumidor y hoy en día lo que lo impulsa a comparar más es la experiencia que este tiene al hacer las compras. Con esto en mente, se considera que la empresa enfoca recursos y esfuerzo por mantener al consumidor satisfecho a través de una estrategia omni-canal y estrategias enfocadas a aumentar la lealtad y reconocimiento de marca y de esta manera desarrollando ventajas competitivas.

Dentro de la estrategia omni-canal, se considera que los canales digitales son los que actualmente están impulsando la industria. La empresa no se ha quedado detrás de las necesidades de los consumidores y ha ido expandiendo y mejorando su negocio de comercio en línea, satisfaciendo la necesidad de los consumidores con respecto a una experiencia en línea. Incluso, la empresa asegura ser líder en comercio en línea, lo cual es una ventaja competitiva clave ante sus competidores. No obstante, aunque la empresa tiene participación en Cnova N.A., la empresa está vendiendo su participación en Via Varejo y con esto, también su participación indirecta en Cnova Brazil.

Se considera que el éxito de la empresa a nivel de cuota de mercado se debe a la diversificación en sus formatos de tiendas. Prácticamente, cada formato de tienda de la empresa satisface una clase social diferente. Por ejemplo, Pao de açúcar, la marca Premium,

satisface la clase A de la población, producto de su exclusividad mientras que la marca Extra satisface desde la clase B hasta la clase D de la población bajo sus distintos formatos de tienda de hipermercados o tiendas de proximidad.

Adicionalmente, la empresa se centra en su negocio de *cash and carry* (segmento que actualmente impulsa la industria en Brasil) dado que es el formato de tienda con el cual se pueden ofrecer menores precios sin necesidad de presionar los márgenes de ganancia. El reciente deterioro en la economía brasilera y la recuperación lenta que se ha experimentado ha llevado a que los consumidores busquen menores precios en los productos y a la empresa a ganar cuota de mercado en ventas bajo el formato de *cash and carry*. Como resultado, la empresa ha aprovechado este formato de tienda como ventaja competitiva.

Se considera que la empresa es eficaz al detectar las necesidades del consumidor y esa es la ventaja competitiva más relevante. Un ejemplo es la implementación del formato de *cash and carry*, el cual nació como estrategia para satisfacer la necesidad de los consumidores por rendir el ingreso para las compras de productos no discrecionales ante una economía en declive y no como un formato de tienda que suplantaría los ya existentes. Sin embargo, este formato tuvo una aceptación por el consumidor tal que la empresa sigue enfocando recursos en su crecimiento. Con este formato, la empresa logró satisfacer la necesidad del consumidor por menores precios en los productos y logró inducir en el consumidor un nuevo hábito de compra satisfaciendo la experiencia del mismo. Ahora, una vez que la economía empieza a tomar fuerza, el consumidor sigue prefiriendo realizar sus compras en el formato de *cash and carry* debido al ahorro monetario que este les induce y la lealtad y reconocimiento de marca que Assai logró desde su apertura. Es importante destacar que este formato de tienda es lo más parecido a tiendas *hard discount* en Brasil y en efecto, los *hard discount* no han entrado a la industria brasilera como lo hicieron en la industria colombiana.

II.5.6 Estrategia

La empresa centra su estrategia en crecimiento tanto orgánico como inorgánico junto con desarrollos nuevos en logística y tecnología. La estrategia está dirigida a satisfacer diferentes necesidades y preferencias de la población brasilera definiendo los espacios de las tiendas basados en expectativas, patrones de consumo y poder adquisitivo de diferentes niveles de ingresos en Brasil. Con respecto a las gasolineras, la empresa ha implementado una estrategia basada en precios competitivos y confiabilidad y calidad del combustible. En farmacias, la estrategia de la empresa se centra en suministrar a los consumidores mayor conveniencia con productos adicionales.

La distribución y logística de la empresa es una fuente para sus ventajas competitivas. Para el 2017, la empresa contaba con una infraestructura de logística soportada por 23 centros de distribución y depósitos distribuidos por el país, los cuales permitían distribuir de manera eficiente los productos a las 882 tiendas (excluyendo Via Varejo). Los centros de distribución están dispersos en 5 estados de Brasil y sus locaciones están pensadas para facilitar los envíos frecuentes a las tiendas, minimizando la necesidad de espacio en tienda para inventario y limitando inventarios que no aportan productividad en tienda.

- La tasa de centralización para diciembre del 2017 fue de 72% para tiendas, supermercados e hipermercados. Es decir, 72% de las ventas venían directo de los suministros de los centros de distribución de la empresa, excluyendo *cash and carry*.
- Las unidades de PA Delivery y Extra Delivery compartían los mismos inventarios que las tiendas minoristas y así, su locación era bastante estratégica para optimizar la logística y atender domicilios en una mayor área.

La empresa afirma implementar tanto estrategia de costos como estrategias de diferenciación. Los esfuerzos y recursos se centran en incrementar la cuota de mercado a través de un control exhaustivo en costos y gastos, mayormente en formatos de tienda hipermercados. También, la empresa se diferencia de sus competidores con programas personalizados para cada cliente a través de aplicativos de manejo de relación o por sus siglas en inglés, *customer relationship manager*, CRM. La empresa afirma que su estrategia principal es “*better sell, better buy and better operate*” pero también asegura que está centrando recursos para apalancarse con herramientas digitales. La implementación efectiva de estas herramientas digitales ha logrado que la empresa tenga un mejor entendimiento de su consumidor a través

de la consolidación de información para tomar mejores decisiones. De esta manera, la empresa ha podido realizar tareas a un costo menor al que ha venido incurriendo y ha podido ofrecerle al consumidor mayor valor sin costo adicional.

En cuanto a la estrategia de expansión orgánica, la empresa centra recursos en la expansión de tiendas Assai, en línea con la migración del consumidor de formatos de tienda usuales al formato *cash and carry*. También, la empresa determina tiendas que estén teniendo un desempeño negativo para hacer conversiones a formatos más rentables. Estas conversiones son hechas para aumentar ventas y rentabilidad y la decisión de conversión se hace con base i) al consumidor objetivo potencial y comportamiento de migración entre formatos ii) la locación y *geomarketing* iii) la competencia en los alrededores y análisis de competencia local.

Las estrategias comerciales de la empresa han logrado para el año 2017 aumentar la cuota de mercado de Multivarejo y Assai. La propuesta de valor que la empresa ofrece es poder satisfacer y anticipar nuevos hábitos y preferencias del consumidor mientras mejora la rentabilidad de las tiendas. También, la estrategia omni-canal de la empresa, la cual está vinculada a la transformación digital, ha sido un impulsador clave de la experiencia del consumidor.

II.5.7 Estrategia con Via Varejo

Via Varejo es una empresa brasilera dedicada a la venta minorista de electrodomésticos y mobiliario a través de dos marcas, Casas Bahia y Ponto Frio. También, maneja un segmento de comercio en línea a través de Cnova Brazil, empresa que es propietaria de las plataformas pontofrio.com, casabahia.com, extra.com.br, barateiro.com y partiuviagens.com.br.

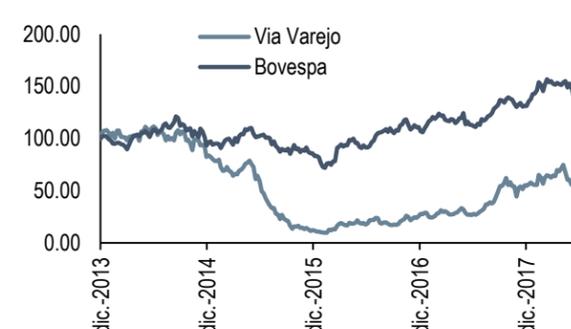
Las acciones de la empresa se han visto afectadas con el declive de la economía e incluso, su comportamiento ha sido más que proporcional con respecto al mercado bursátil medido a través del Índice Bovespa. Este comportamiento no es una sorpresa dado que la empresa se desarrolla en una industria no cíclica de bienes durables-discrecionales. A partir del 2015, la empresa muestra mejoras sustanciales en el nivel de su acción medida con VVAR11, el cual es un instrumento compuesto por acciones preferentes y comunes. Al observar el Gráfico 23. Via Varejo: Comportamiento bursátil, base 100, es significativamente notorio la correlación entre el comportamiento de la economía y el nivel de rendimiento de la empresa en el mercado de valores. Para el año 2018, el mercado de valores en Brasil ha disminuido, producto mayormente de inestabilidad política, y la empresa ha seguido ese mismo comportamiento.

Companhia Brasileira de Distribuição tiene una participación económica sobre Via Varejo del 43.3% bajo acciones comunes, preferentes y unidades (VVAR11). Actualmente, Companhia Brasileira de Distribuição se encuentra vendiendo su posición controlante desde el año 2016 aproximadamente. La venta de Via varejo según Companhia Brasileira de Distribuição obedece a una iniciativa alineada con la estrategia de la empresa para enfocarse en el segmento de alimentos, la empresa considera que Via Varejo es un segmento que le está quitando valor y en efecto, Via Varejo es una empresa que ha se ha desempeñado negativamente los últimos años. El margen EBITDA de Via Varejo ha disminuido 442pbs aproximadamente desde el año 2014. Sin embargo, para el año 2017 la empresa reporto mejoras y aumento el margen EBITDA en 58pbs con respecto al año 2016. En línea con estos resultados y el comportamiento del mercado de valores en Brasil, la empresa ha aumentado su valor bursátil.

No obstante, Grupo Casino, quien tiene una participación controlante del 50% de Companhia Brasileira de Distribuição y quien posee otra participación de manera indirecta a través de Grupo Éxito, tiene una estrategia de desinversión de activos en sus operaciones de LatAm. La desinversión comenzó con la venta de Companhia Brasileira de Distribuição a Grupo Éxito (como se explica en la sección de Grupo Éxito en el contexto de Casino) y ahora Via Varejo es el próximo activo del cual se dispondrá. Con esto en mente, se cree que la venta de Via Varejo por parte de Companhia Brasileira de Distribuição obedece más a una estrategia de casa matriz (Grupo Casino) y que no consideraría al accionista minoritario, tal y como sucedió con los accionista minoritarios de Almacenes Éxito en el año 2015.

En el momento que la empresa decidió hacer pública su estrategia de venta de Via Varejo, el instrumento financiero VVAR11 se encontraba en niveles de aproximadamente 8 unidades, a la fecha de redacción VVAR11 refleja en el mercado un valor de 20 unidades. Cuando se tiene

Gráfico 30. Comportamiento Bursátil



Fuente: Bloomberg, Construcción Corficolombiana

en mente este comportamiento y se contrasta con el hecho de que Companhia Brasileira de Distribuição ha mantenido ya dos años el activo clasificado como mantenido para la venta se infiere que la venta esta parada por parte de la gerencia dado expectativas de mayor valorización en el corto plazo. Incluso, Grupo Éxito afirma que no se va a vender la empresa a un valor con el cual se inició la oferta en el 2016 y no se ha encontrado un postor atractivo para la venta.

Con respecto a los ingresos que se esperan de la venta, la empresa asegura que estos serán usados para acelerar expansión en los formatos de tienda de Pao de Azucar (supermercados y tiendas de proximidad) y marginalmente en formatos de *cash and carry*, Assai. También, estos fondos serán destinados a reacondicionamiento de tiendas Pao de Azucar y Extra Hiper y por último, repago de deuda. No se tiene contemplado realizar ningún dividendo extraordinario.

II.5.8 Análisis de Formatos de Tienda

Para el cierre 2017, el número total de tiendas de la empresa fue de 882, 756 correspondientes a Multivarejo y 126 a Assai. Las tiendas de proximidad tienen el mayor crecimiento desde el año 2012, desde entonces, este formato de tiendas tiene un crecimiento promedio de 23.10%. El formato de supermercados registra el segundo mayor incremento, con 0.83% de crecimiento anual promedio durante el mismo periodo (prácticamente estable, afectado en mayor medida por una disminución de los supermercados Extra). Finalmente, el formato de hipermercados registra un decrecimiento promedio de 3.12% en el mismo periodo.

A pesar del crecimiento en tiendas de proximidad, la empresa ha disminuido 4.68% en promedio el total de tiendas en el segmento Multivarejo en los últimos dos años, situación contraria al crecimiento en tiendas Assai. El formato *cash and carry* ha aumentado 15.69% en promedio el número de tiendas Assai desde el año 2012 y 15.19% los dos últimos años. En 2012, la empresa tenía 91% de sus tiendas a través de formatos pertenecientes a Multivarejo y 9% tiendas Assai, mientras que para 2017 la composición fue 85% y 15%, respectivamente. Aunque el cambio en la composición de tiendas desde el 2012 no parece sustancial, sí lo ha sido desde el punto de vista de las ventas. Las composición de ventas para el año 2014 era 76% Multivarejo y 23.97% Assai, mientras que para el año 2017 la composición de ventas paso a ser 58% Multivarejo y 42% Assai para el año 2017.

La evolución de la composición de tiendas que ha mostrado la empresa en los últimos años responde a una estrategia que busca centrar recursos en formatos de tiendas más rentables. Si se analiza Multivarejo contra Assai bajo 2 principales métricas de rentabilidad y eficiencia (Margen operativo y promedio de ventas por m²), es evidente como las tiendas Assai son tanto más rentables como más eficientes. En el año 2012, las tiendas Assai generaron BRL 6.502,607 /m² mas en ventas frente a Multivarejo y para el año 2017, este diferencial aumento a BRL 15.318,00 /m². A partir de esta métrica concluimos que las tiendas Assai logran maximizar en mayor proporción el espacio físico de venta con respecto a Multivarejo, evidenciando mayores economías de escala, con un margen de contribución proporcionalmente mayor a los costos fijos (depreciación, arrendamiento, etc.). Adicionalmente, las tiendas Assai muestran mayor rentabilidad a través del margen operativo. Estas tiendas han venido creciendo su margen operativo, producto de mayores economías de escala. Para el año 2017, el margen operativo del segmento *cash and carry* aumento 166pbs con respecto al año 2014 al ubicarse en 4.46%. Mientras tanto, el margen operativo de Multivarejo se ha visto afectado negativamente y ha decrecido 320pbs con respecto al año 2014 al ubicarse en 2.85% en 2017.

Tabla 18. GPA: Ventas promedio por metro cuadrado

BRL	2014	2015	2016	2017
Pao de Azúcar	27,329	28,388	29,346	28,804
Extra Hiper	17,681	17,750	17,866	19,036
Minimercado Extra and Minuto Pao de Azúcar	10,521	12,277	15,679	16,385
Extra supermercado	21,017	21,253	21,460	20,996
Total Multivarejo	19,608	19,890	20,417	21,131
Assai	26,292	28,040	34,379	36,450
Total Cash and carry	26,292	28,040	34,379	36,450
Total Negoció de Alimentos	20,882	21,657	23,816	25,600

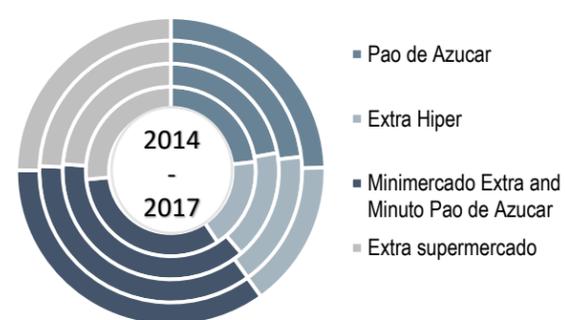
Fuente: GPA, Construcción Corficolombiana

Gráfico 31. GPA: Evolución composición de Ventas



Fuente: GPA, Construcción Corficolombiana

Gráfico 32. GPA: Evolución composición de Tiendas Multivarejo



Fuente: GPA, Construcción Corficolombiana

La estrategia de la empresa ha sido asertiva con base al crecimiento de Assai. Después de todo, el *cash and carry* es un formato de tienda que incurre en gastos operativos mucho menores con respecto a otros formatos y permite de esta manera, transferir los ahorros operativos en forma de menores precios para los consumidores. En cuanto a la expansión de Multivarejo, el crecimiento que ha tenido el segmento es principalmente producto de una expansión de tiendas de proximidad. Este formato de tienda no es el más eficiente visto desde el punto de vista de ventas promedio por m² y pareciera ser el formato de tienda que está afectando negativamente.

II.5.9 Análisis de Ventas y Utilidad Bruta

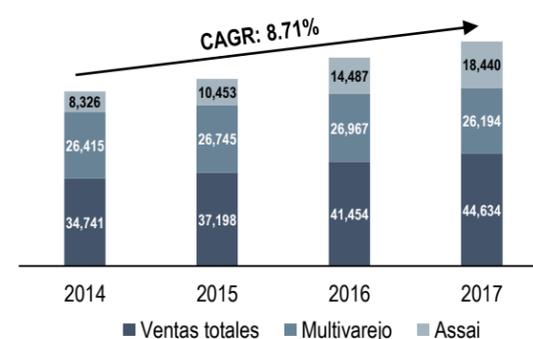
Multivarejo muestra un crecimiento desacelerado en sus ventas en los últimos años. Para el año 2016, el segmento registro un crecimiento de 0.83% frente al año anterior, mientras que para el año 2017, el segmento contrae sus ventas en 2.87%. Este comportamiento se traduce en una tasa de crecimiento compuesta durante los últimos 3 años de -0.28%, impulsado mayormente por un crecimiento de los supermercados Pao e Azúcar a una tasa compuesta de 4.63% desde el año 2013. Es importante destacar que el segmento no ha logrado crecer en mismo metros (*Same-Store Sales*) por encima de la inflación. Para el año 2016, el segmento reporto un crecimiento mismos metros de 1.9% Vs una inflación de 6.29% a/a y una inflación en alimentos de 8.62% a/a en 4T16. Situación que se atribuye mayormente al ambiente de incertidumbre política e inestabilidad macroeconómica que se experimentó en ese periodo, disminuyendo la confianza y el consumo en la economía. Para el 2017, la economía brasilera se recupera creciendo 2.5% en términos reales y las ventas del segmento mismos metros crecen 0.7%. Aunque no se logra crecer con la inflación, es importante mencionar que el segmento logro crecer en mismos metros a pesar de la deflación en alimentos para el 4T17 de 2.32% y adicionalmente, el segmento ha ganado cuota de mercado, producto de una recuperación en la economía brasilera.

A diferencia de Multivarejo, Assai es un segmento que ha mostrado un crecimiento exponencial en ventas. Las ventas han crecido a una tasa compuesta de 31.80% desde el año 2013, producto de una expansión agresiva y una aceptación del formato de tienda por parte del consumidor, segmento beneficiado por deterioros en la economía brasilera. También, es importante destacar que las ventas mismos metros han crecido notablemente por encima de la inflación tanto para el año 2016 como 2017 (crecimiento mismos metros 18.6% y 11% respectivamente). Este segmento, al igual que Multivarejo, se vio afectado para el 2017 por la deflación en comida. Sin embargo, se contrarresto el efecto negativo con acciones comerciales orientas al crecimiento de los volúmenes de venta, al crecimiento y retención de clientes y la apertura de nuevas tiendas.

Para el cierre 2017, la composición de ventas Multivarejo-Assai fue de 58% Multivarejo – 42% Assai. Así, Las ventas totales para el año 2017 se vieron impulsadas por Assai y totalizaron BRL 44.634 millones con un crecimiento a tasa compuesta de 8.71% desde el año 2014. Para el año 2017, el crecimiento fue de 7.67% frente al año anterior con 4.3% en mismos metros y frente a una inflación de 2.80% con deflación en alimentos de -1.87% registrada en 4T17. A pesar del crecimiento sostenido en ventas totales los últimos años, el margen bruto se ha visto impactado negativamente, y aunque es de esperarse una contracción en el margen bruto de la empresa dado mayor participación del segmento de Assai (el cual dado la naturaleza del negocio incurre en menores márgenes brutos), el deterioro significativo en la estructura de costos de Multivarejo ha sido el principal catalizador del comportamiento negativo en el margen bruto de la empresa. Para el año 2016, el segmento había aumentado su estructura de costo en 143pbs con respecto al año 2014, reflejando el debilitamiento de la economía y menor consumo. Para el año 2017, el margen bruto de la empresa aumenta 101pbs con respecto al 2016 al ubicarse en 23.98%, principalmente por un incremento de 237pbs en el margen bruto de Multivarejo producto de un aumento en su cuota de mercado y recuperación de crecimiento en la economía brasilera.

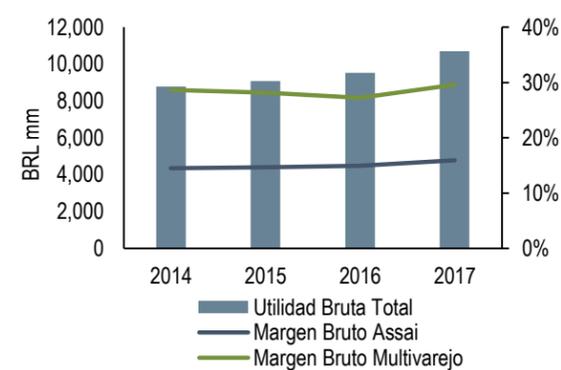
A nivel operativo, el crecimiento del formato *cash and carry* ha beneficiado a la empresa. Los gastos de este segmento (sin contar depreciación y amortización) con respecto a ventas, son mucho menores a los gasto de Multivarejo. Los gastos como porcentaje de ventas de las tiendas Assai han promediado los últimos 4 años 10.66% mientras que los gastos como

Grafico 33. GPA: Ventas y Crecimiento Total



Fuente: GPA, Calculos Corficolombiana

Grafico 34. GPA: Utilidad Bruta



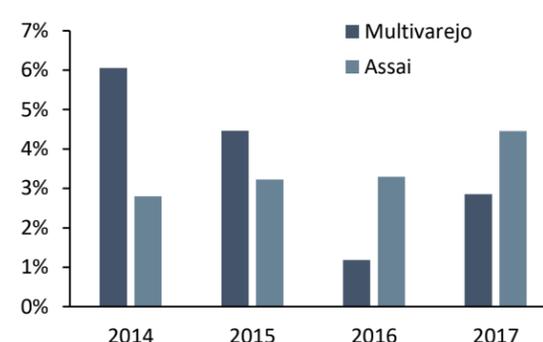
Fuente: GPA, Construcción Propia

porcentaje de ventas de Multivarejo han promediado 22.70% en el mismo periodo. En el agregado, el beneficio percibido en los gastos operativos por Assai ha sido contrarrestado por un aumento de los gastos operativos como porcentaje de ventas de Multivarejo. En el 2014, los gastos operativos de este segmento representaron 20.73% de las ventas mientras que para el año 2017 aumentaron 374pbs al ubicarse en 24.48%. Como resultado, la empresa refleja gastos operativos estables con respecto a ventas, promediando 18.73% desde el año 2014.

A pesar de que la empresa ha logrado mantener relativamente estable sus gastos operativos como porcentaje de las ventas, el desempeño negativo de Multivarejo durante el periodo 2014-2016 afecto de manera importante la rentabilidad operativa de la empresa. Para el año 2016, el margen operacional de la empresa tuvo una disminución significativa de 335pbs con respecto al año 2014. No obstante, para el año 2017 Multivarejo mostro recuperación de cuota de mercado y percibió mayores economías de escala y junto con el desempeño positivo de Assai, el margen operacional de la empresa aumento 160pbs con respecto al año anterior. En línea con el margen operacional, el margen EBITDA tuvo un repunte importante en el año 2017 ubicándose en 5.26%, 163pbs mayor con respecto al año anterior.

Con respecto a la utilidad neta de la empresa, sin contar operaciones discontinuas, esta se ha visto afectada mayormente por gastos por intereses financieros y costos relacionados a cuentas por cobrar descontadas, *cost of discounting receivables*, por su nombre en inglés. Los gastos financieros como porcentaje de ventas para el año 2017 han disminuido 33pbs con respecto al año 2015, sin embargo, los costos por cuentas por cobrar descontadas han aumentado 6pbs y se ubican en 0.62% de las ventas para el año 2017. Teniendo en mente la contracción en el margen operativo y apalancamiento financiero que la empresa enfrente en el año 2016, la utilidad neta para este año fue negativa al ubicarse en BRL -71mm. No obstante, la empresa tuvo un margen neto positivo de 2.77% y 1.65% para los años 2014 y 2015 y para el año 2017 1.08%, impulsado por la recuperación operacional y el impacto positivo en gastos financieros, producto de un entorno con menores tasas de interés.

Gráfico 35. GPA: Margen Operativo



Fuente: GPA, Construcción Corficolombiana

Tabla 19. Comparables de la Región

Empresa	Ventas Netas, USD mm	Margen Bruto	Gastos Operativos % Ventas	Margen EBITDA
Cia Brasileira De Dis-Sp Prf	14,117	24%	21%	6%
Import Y Export Patagonia-B	1,997	31%	30%	2%
Organizacion Soriana S.A.B-B	8,315	22%	16%	8%
Smu Sa	3,482	28%	24%	6%
La Comer Sab De Cv	882	25%	21%	8%
Almacenes Exito Sa	19,126	25%	21%	6%
Inretail Peru Corp	2,396	31%	22%	11%
Cencosud Sa	16,128	29%	21%	6%
Cresud S.A.C.I.F.Y A.	5,157	29%	2%	27%
Walmart De Mexico Sab De Cv	31,653	22%	15%	10%
El Puerto De Liverpool-Ser 1	6,478	42%	30%	15%
S.A.C.I. Falabella	13,831	38%	28%	14%
Mediana		28.46%	20.90%	8.08%

Fuente: Bloomberg, Construcción Corficolombiana

Al contrastar la empresa con sus comparables se evidencia un rezago en los márgenes de ganancia. El margen bruto de los comprables se encuentra alrededor de 28.46% mientras que el de la empresa fue 23.98% en el 2017. Si bien se evidencia un rezago, no se considera negativo dado la naturaleza del negocio de Assai y su peso actual en las operaciones de la empresa. Es importante recordar que el margen de ganancia del formato *cash and carry* sobre los productos vendidos es bajo dado que se sigue una estrategia de altos descuentos con mayores volúmenes y así, la rentabilidad del formato es función de la percepción de mayores economías de escala y minimización de gastos operativos. Adicionalmente, gracias a una mayor participación esperada de Assai en las operaciones de la empresa, no es de esperarse que este rezago se contraiga de manera significativa. Este hecho no se considera negativo siempre y cuando se perciban las economías de escala a nivel operativo. En cuanto a los gastos operativos de la empresa como porcentaje de ventas, se considera que estos se encuentran en línea con sus comparables al mostrar un rezago de 44pbs.

Donde realmente se observa una diferencia importante y genera inquietud con respecto a los comparables, es en el margen EBITDA, el cual no debería mostrar diferencias e incluso, en todo caso, debería mostrar un diferencial positivo con respecto a los comparables debido al peso en la participación del formato *cash and carry* en las operaciones. El margen EBITDA de la empresa muestra un rezago frente a los comparables de 282pbs al ubicarse en 5.26%, comportamiento explicado por el débil desempeño de Multivarejo. Sin embargo, se espera que el rezago disminuya con mejores perspectivas esperadas para Multivarejo y una participación mayor de Assai en el negocio.

II.5.10 Reinversión en capital de trabajo y en activos fijos.

Para el año 2017, la empresa tiene una rotación de inventario de 51 días, en línea con 52 días de las empresas comparables. Este nivel de rotación de inventario en días, minimiza el riesgo de obsolescencia y/o excedentes no productivos, además de reflejar el resultado positivo de los esfuerzos y recursos invertidos por parte de la empresa en la estrategia enfocada a logística y distribución, tanto en Multivarejo como en Assai. Por otro lado, consideramos que la gestión de las cuentas por cobrar es estricta, mientras que la gestión de pagos viene siendo lenta. Los días de cobro y pago de la empresa fueron 5 días y 92 días respectivamente, mientras que los comparables de la región incurren en 8 días y 70 días respectivamente.

El ciclo de conversión de efectivo de -36 días de la empresa, evidencia una estrategia de apalancamiento con proveedores sin ningún costo financiero. Sin embargo, el abuso de esta estrategia en el largo plazo, puede resultar en un deterioro en la relación con proveedores y un cobro por parte de los mismos más estricto, lo cual afectaría la liquidez y por consiguiente, la generación de caja de la empresa.

En los estados financieros de la empresa para el año 2017 se muestra el estado de flujo de efectivo incluyendo las operaciones de Via Varejo, activo que se contabiliza en el balance general como un activo mantenido para la venta. Por esta razón, aproximamos el flujo de caja operativo de la empresa de 2017 a través de su cálculo por un método indirecto. De esta manera, el cambio en capital de trabajo (excluyendo efectivo y cuentas financieras) para el año 2017 es de aproximadamente BRL -492 mm, sin contar cambios en las cuentas de impuestos. Consistentemente con el ciclo de conversión de efectivo y la estrategia de apalancamiento con proveedores, el cálculo del flujo de caja de la empresa refleja un cambio neto en cuentas por pagar para el 2017 de BRL 883mm. Situación que explica el comportamiento del cambio en capital de trabajo y en consecuencia, un flujo de caja operativo positivo y robusto de BRL 2,251mm.

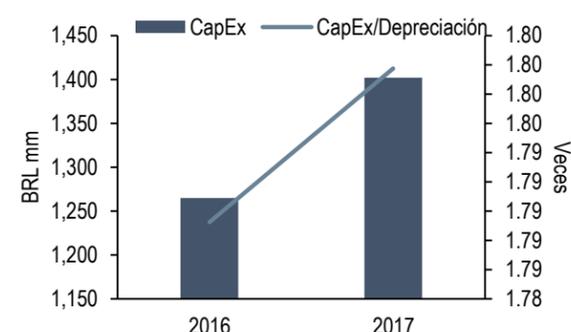
En cuanto a la inversión en activos fijos, en 2016 la empresa invirtió BRL 1,265mm y en el año 2017 BRL 1,402mm. El capex del año 2016 representó 3.05% de las ventas mientras que para el año 2017 representó 3.14% y adicionalmente, para el año 2018 la empresa tiene destinados BRL 1,600mm a inversión en activos fijos, 14.12% más respecto al año 2017. La expansión en activos de la empresa se evidencia con un capex/depreciación promedio en los últimos años de 1.79x. La inversión ha sido destinada principalmente a la apertura y conversión de tiendas en Multivarejo, al crecimiento del segmento *cash and carry* y el mantenimiento de las tiendas existentes al momento.

Actualmente, el activo fijo de la empresa tiene aproximadamente 7 años de vida. Si bien la empresa aún no ha depreciado su activo más del 50% y no tiene necesidad de invertir en el mismo en el corto plazo, creemos que la empresa continuará incurriendo en un nivel de capex expansivo, en línea con la estrategia de expansión en tiendas Assai. En el corto plazo, esta inversión le da a la empresa la oportunidad de madurar más rápido sus segmentos de Multivarejo y Assai para consolidar su cuota de mercado de manera sólida, y en un futuro enfocar sus recursos a un plan de expansión regional.

II.5.11 Retorno de Capital

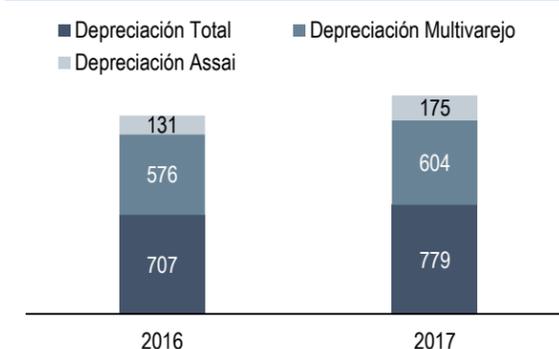
Actualmente, la empresa tiene un retorno sobre capital invertido, *ROIC* por sus siglas en inglés, de 11.75%. Cuando se contrasta con el costo de capital marginal, *WACC* por sus siglas en inglés, con el *ROIC* de la empresa, evidencia un déficit de retorno de aproximadamente 0.99% en 2017. A pesar de lo anterior, el *ROIC* de los comparables es de alrededor de

Gráfico 36. GPA: Inversión en Activo Fijo



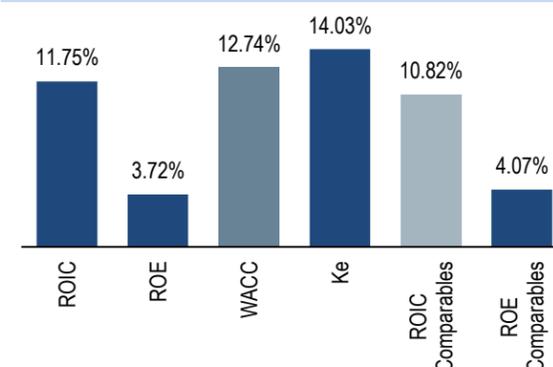
Fuente: GPA, Construcción Corficolombiana

Gráfico 37. GPA: Depreciación (BRL mm)



Fuente: GPA, Construcción Corficolombiana

Gráfico 38. GPA: Retorno de Capital



Fuente: Bloomberg, Construcción Corficolombiana

10.82%, 93pbs menos que el *ROIC* de la empresa, y creemos que la empresa va a mejorar su rentabilidad durante los siguientes años.

Con respecto al retorno de patrimonio, *ROE* por sus siglas en inglés, la empresa presenta el mismo comportamiento que el *ROIC*. El *ROE* de la empresa es de 3.72%, 10.31% menos que el retorno mínimo esperado para el patrimonio, medido por el costo de capital patrimonial marginal, *cost of equity* por su nombre en inglés. En la región las empresas están retornando aproximadamente 4.07% en patrimonio, 35pbs mas que la empresa.

II.5.12 Proyecciones

II.5.12.1 Ventas, Utilidad Bruta y Utilidad Operativa

Aún con la recuperación esperada de la economía brasilera, el segmento de *cash and carry* seguirá siendo preferido por el consumidor, consecuencia de menores precios en los productos, por lo que esperamos que la estrategia de expansión en tiendas Assai continúe. Adicionalmente, la recuperación del consumo en Brasil impactara de manera positiva los otros formatos de la empresa y estimamos que Multivarejo presente mayor recuperación. La estrategia de conversión de tiendas menos rentables a formatos de tienda más rentables, también debería continuar, impulsando las ventas y la mejora en eficiencia de la empresa, debido a las economías de escala.

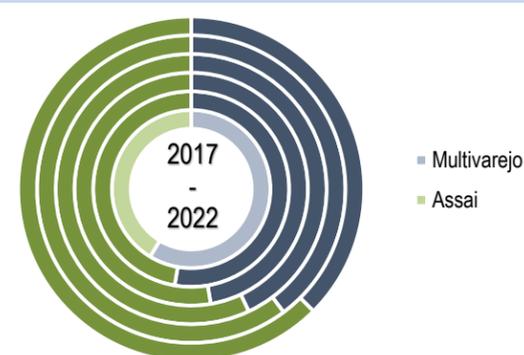
Teniendo en mente lo anterior, en el contexto de la recuperación en el crecimiento de Brasil, las ventas de la empresa se proyectan por segmento de negocio. Estimamos que Multivarejo logrará recuperar su crecimiento los próximos años, sin llegar a crecer más que la economía brasilera, dado que es un segmento compuesto por formatos de tienda que perdieron popularidad. Por otro lado, estimamos que Assai continúe con un crecimiento importante en ventas, en línea con la apertura de nuevas tiendas, y el incremento en la participación de mercado a partir de estrategias dirigidas a la lealtad y reconocimiento de la marca por parte de los consumidores. No obstante, con base en la composición de ventas entre los dos segmentos, estimamos una desaceleración en el crecimiento del segmento de Assai con respecto al crecimiento histórico, de tal forma que la cuota de Multivarejo sobre las ventas totales se mantendrá por encima del 40%.

Estimamos que Multivarejo pueda recuperar el crecimiento en ventas paulatinamente hasta llegar a 6.92% el último año de proyección explícita y en línea con el crecimiento estimado de la economía brasilera según el Fondo Monetario Internacional. Assai por el otro lado, puede continuar mostrando crecimientos significativamente por encima del crecimiento económico, sin embargo, su crecimiento se va a desacelerar durante los años de proyección explícita. El diferencial por encima del crecimiento de la economía para Assai promedia 14.58% durante el periodo de proyección explícita, razonable frente al 24.41% los últimos 4 años. El crecimiento compuesto de las ventas totales de la empresa asciende a 12.61% durante el periodo de proyección explícita, con una participación de 37.5% para Multivarejo y 62.5% para Assai, en línea con las expectativas de la empresa.

Con respecto a la estructura de costos, creemos que Multivarejo va a enfrentar un ambiente competitivo mayor. Al igual que la empresa, los competidores van a percibir los beneficios de una recuperación en la economía. Por esta razón, estimamos que la empresa aumentara su estructura de costos a 71.54% durante el periodo de proyección explícito, en línea con la estructura de costo de los comparables. Por otro lado, el segmento de *cash and carry* a través de las tiendas Assai, el cual ha generado lealtad y reconocimiento de la marca, podrá aumentar precios mientras continúa ganando cuota de mercado. De esta manera, la empresa tendrá una estructura de costos promedio de 81.62% con respecto a las ventas. Así, el margen bruto de la empresa decrecerá en los primeros años de proyección explícita para posteriormente retomar su crecimiento.

Con respecto a los gastos operativos, estos también se proyectan por línea de negocio. Se considera que Multivarejo con la conversión de tiendas menos rentables a tiendas más rentables y la recuperación de cuota de mercado, lograra percibir mayores economías de escala e incurrir en una estructura de gastos promedio (gastos operativos como % de ventas) de 22.33% con una estructura de 21% para el último año de proyección explícita, contra la estructura de gastos actual de aproximadamente 24.48%.

Gráfico 39. GPA: Proyección Evolución Multivarejo-Assai



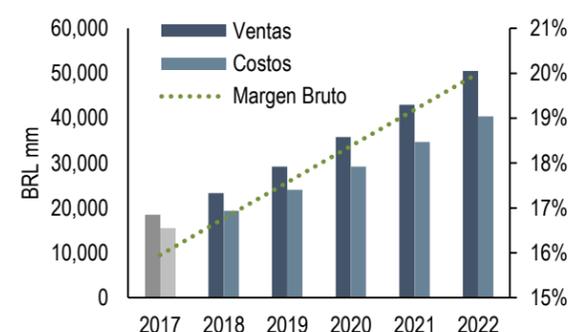
Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 40. GPA: Proyecciones Ventas



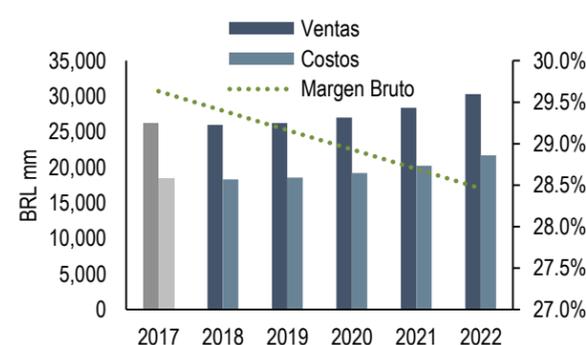
Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 41. GPA: Assai Proyecciones Ventas



Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 42. GPA: Multivarejo Proyecciones Ventas



Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 43. GPA: Proyecciones Margen Operativo



Fuente: Construcción Corficolombiana

Por parte de Assai, se espera que la empresa mantenga una estructura de gastos de 10.54% durante la proyección explícita, en línea con la estructura de gastos actual de 10.54%. A pesar de que se espera mayor cuota de mercado en este segmento, también se espera que el segmento tenga dificultad para ser más eficiente dado las eficiencias ya alcanzadas, junto con un mayor esfuerzo en logística y distribución futura, producto del crecimiento en tiendas Assai. De esta manera, el margen EBITDA de la empresa muestra un crecimiento sustancial producto de mayor participación de Assai dentro de la empresa. Este margen aumenta 345pbs durante la proyección explícita ubicándose en 8.71% el último año de proyección, logrando mejores márgenes con respecto a los comparables de la empresa, en línea con la mayor participación del modelo de negocio de Assai en la empresa y la recuperación en Multivarejo.

II.5.12.2 Reinversión en capital de trabajo y activos fijos

Como se menciona anteriormente, el cambio en capital de trabajo es negativo, a partir del apalancamiento con los proveedores. Para proyectar el capital de trabajo consideramos que la empresa se alinea con el ciclo operativo de sus comparables en la región, finalizando el periodo de proyección explícito con 7 días de cobro y 52 días de rotación de inventario, resultando en un ciclo operativo de 59 días. Por otro lado, reducimos el apalancamiento con proveedores, con lo que empresa finaliza con 75 días de pago y 16 días en su ciclo de conversión de efectivo, contra -2 días de pago en que incurren los comparables de la región. En todo caso, consideramos que la empresa puede mantener un diferencial con respecto a los días de pago de los comparables, lo que se refleja en el ciclo de conversión de efectivo.

El cambio en capital de trabajo para todos los años de proyección es positivo, es decir, la empresa en efecto reinvierte en capital de trabajo. En promedio, la empresa invierte aproximadamente 0.27% de las ventas en capital de trabajo durante el periodo de proyección explícito.

Por otra parte, la empresa espera invertir BRL 1,600mm en activos fijos en el año 2018, y como se menciona anteriormente en el documento, esperamos que la inversión en activos fijos continúe sostenidamente, en línea con la estrategia de expansión de tiendas Assai, la estrategia de conversión de formatos de tienda y la reinversión en reacondicionamiento de tiendas. De esta manera, la proyección de reinversión en activos fijos durante el periodo de proyección explícita utiliza una razón capex/depreciación promedio de 1.46x y una reinversión promedio de 3.39% de las ventas anuales, en línea con el histórico de la empresa y los comparables de la región.

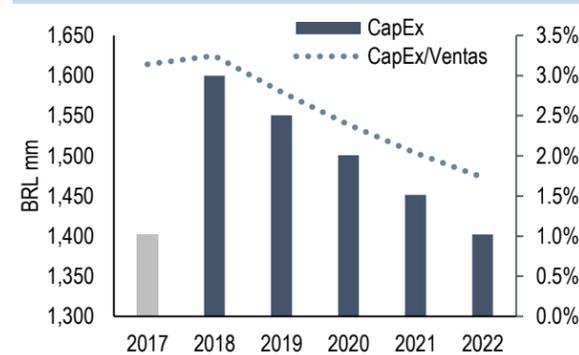
II.5.13 Valoración

Consideramos que el uso de los flujos de caja del accionista no es adecuado para hacer la valoración, dado que la empresa no mantiene un nivel de deuda estable históricamente y tiene estimado pagar prácticamente toda la deuda en los próximos 3 años. Esto hace que la estructura de capital de la empresa varíe de manera importante y se tenga que hacer consideraciones sobre el nivel óptimo de estructura de capital. Para resolver esta limitación, realizamos la valoración por flujos de caja de la firma descontados, *FCFF* por sus siglas en inglés.

En cuanto a la estructura de capital, la empresa tiene actualmente una estructura de capital a valores de mercado de 19% deuda y 81% patrimonio. El costo marginal del patrimonio, *ke*, se estima primero en USD y se escala a BRL a través del diferencial en inflación esperada para las dos monedas. Utilizamos una tasa libre de riesgo de 3%, una prima de riesgo del mercado accionario de 4.78% (Damodaran 2018), y una prima de riesgo país de 3.46%. Para reflejar el riesgo de la industria de ventas minoristas de alimentos, estimamos un beta desapalancado de 0.80x, que junto a la razón a mercado de deuda/patrimonio 0.24x, resulta en un beta apalancado de 0.92x. La devaluación esperada, se calculó con una inflación esperada implícita del mercado de renta fija en BRL de 4.78% y una inflación objetivo en USD de 2%. De esta manera, el *ke* en USD se estima en 11% y en BRL es de 14.03%.

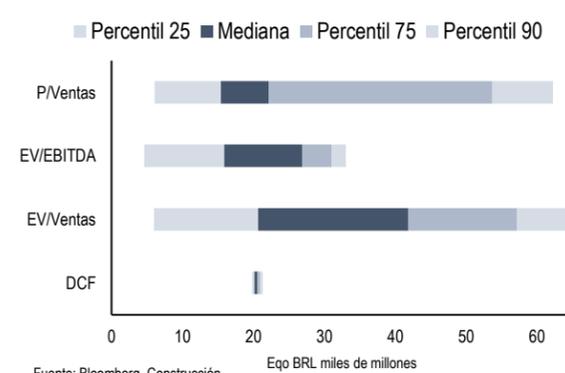
Con respecto al costo de la deuda, conocido como *Kd*, se calculó a través de un rating sintético. Se estima que la empresa con un ratio de cobertura de intereses de 3.12x tiene un rating crediticio estimado BB. La deuda sénior no garantizada largo plazo en USD con un rating BB tiene un diferencial de impago de 2.38% (Damodaran 2018). De esta manera, se llega a un *Kd* en USD de 5.45%. Al escalar el costo de la deuda en dólares con el riesgo país y el

Gráfico 45. GPA: Inversión en Activo Fijo



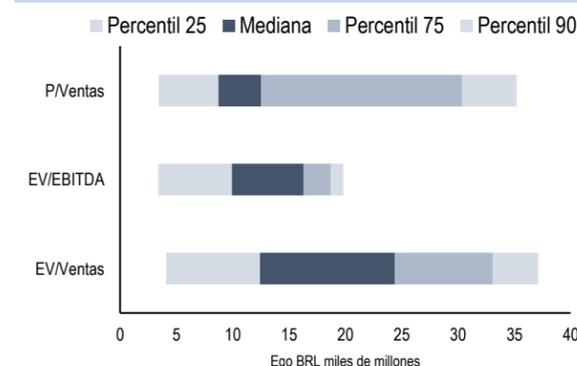
Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 46. GPA: Valoración Multivarejo-Assai



Fuente: Bloomberg, Construcción

Gráfico 47. GPA: Valoración Vía Varejo



Fuente: Bloomberg, Construcción Propia

diferencial de inflación se llega a un Kd en USD de 8.02% y un Kd en BRL de 10.97%. Así, tomando una tasa marginal impositiva corporativa de 34%, se estima un Kd después de impuestos de 7.24% y un costo marginal promedio ponderado de capital, $WACC$, de 12.74%.

Los flujos de caja de la firma, $FCFF$, se calcularon con las proyecciones antes mencionadas y una tasa impositiva que aumenta progresivamente durante el periodo de proyección comenzando en 37.3% hasta ubicarse en la tasa tributaria marginal corporativa de 34%. Así, los flujos de caja de la empresa para el periodo de proyección explícito suman BRL 11,560mm, con una reinversión total de aproximadamente 30% en promedio. Con una tasa de descuento de 12.74%, el valor presente de los $FCFF$ para el periodo de proyección explícito es de BRL 6,448mm.

Para el valor terminal, se estima que la empresa logra crecer sus ventas en línea con la economía a una tasa de crecimiento de 6.92% y adicionalmente, se estima que el margen operativo de la empresa será 7.5%, en línea con la proyección explícita y con sus comparables. También, se considera que la empresa continuará presentando ventajas competitivas en el largo plazo, situación que se refleja en la valoración con unos excesos de retorno de 0.25% sobre capital invertido, un exceso razonable dados los excesos de retorno promedio de 1.89% durante la proyección explícita. Con los excesos de retorno en mente y un $ROIC$ de 13% aproximadamente, la empresa necesita reinvertir a una tasa del 52.30% para poder sostener un crecimiento del 6.92%. Así, los $FCFF$ para el valor terminal ascienden a BRL 1,998mm, y descontados a al 12.74%, el valor presente del valor terminal se ubica en BRL 18,870mm.

Adicionalmente, en nuestra proyección la empresa no venderá su participación en Via Varejo en el corto plazo. Por esta razón, calculamos el valor de la participación en Via Varejo a través de una valoración relativa, mediante un múltiplo EBITDA. Así, utilizando el EBITDA TTM de Via Varejo, obtenemos un valor empresarial de BRL 17,649mm y un valor patrimonial de BRL 6,044mm, BRL 907mm mayor al valor justo que la empresa registra en su balance general.

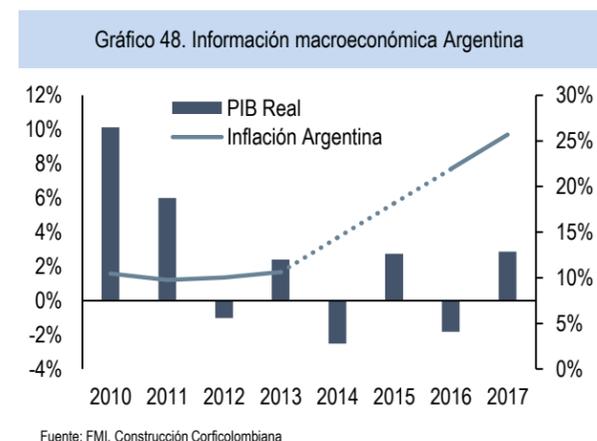


Tabla 20. GPA: Valoración por descuento de flujo de caja, DCF

	2018	2019	2020	2021	2022	Periodo Terminal
Crecimiento de Ventas	10.32%	12.56%	13.31%	13.54%	13.36%	6.92%
Ventas	49,241	55,428	62,807	71,313	80,842	86,439
Margen Operativo	4.13%	4.84%	5.60%	6.40%	7.20%	7.50%
EBIT	2,033	2,682	3,519	4,561	5,819	6,483
Tasa Impositiva	37.30%	36.48%	35.65%	34.83%	34.00%	34.00%
EBIT (1-t)	1,274	1,704	2,264	2,973	3,840	4,279
Capex	1,600	1,551	1,501	1,452	1,402	
Depreciacion	873	964	1,053	1,138	1,220	
Cambio en Kp	233	80	102	215	324	
Reinversión Total	959	666	550	528	506	2,281
FCFF	315	1,038	1,714	2,444	3,335	1,998
Valor Terminal						34,364
Valor presente FCFF	279	817	1,196	1,513	1,831	18,870
Valor de los activos operativos						24,507
Deuda						4,581
Interés Minoritario						2,959
cash						3,792
Valor Patrimonial Segmento de Alimentos						20,759
Valor Via Varejo						6,044
Patrimonio Companhia Brasileira de Distribuição						26,803
Capital Invertido	959	666	550	528	506	2,281
Acumulado	15,047	15,713	16,263	16,792	17,298	19,578
Tasa de Reinversión	75.28%	39.08%	24.31%	17.77%	13.17%	53.31%
ROIC	8.47%	10.84%	13.92%	17.70%	22.20%	12.99%
WACC	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%
Excesos de retorno	-4.27%	-1.90%	1.19%	4.97%	9.47%	0.25%

Fuente: Construcción Corficolombiana

De acuerdo con la valoración de los segmentos Multivarejo, *cash and carry* y la empresa Via Varejo, se estima un valor intrínseco de los activos operativos de Companhia Brasileira de Distribuição por BRL 24,507mm y un valor intrínseco del patrimonio total de la empresa, contando BRL 6,044mm de participación en Via Varejo, por BRL 26,803mm. Con estos resultados, la empresa se considera subvalorada con un valor de

capitalización bursátil a la fecha de redacción de aproximadamente BRL 19,490mm y reflejando un potencial de valorización de 37.52%.

II.6. OPERACIONES EN ARGENTINA Y URUGUAY

Las operaciones en Uruguay y Argentina se realizan a través de varias cadenas de ventas minoristas. En Uruguay la empresa maneja el Grupo Devoto a través de las cadenas Devoto, Disco y Geant mientras que en Argentina opera a la empresa Libertad bajo las cadenas Libertad y Mini Libertad. Actualmente la empresa tiene el 100% de control y participación económica en los dos países. Es importante recordar que cuando se observa la composición de ventas de Grupo Éxito bajo un enfoque de partición económica, las operaciones en Uruguay ascienden al 11.63% del total de ventas del grupo.

Para el cierre 2017, las ventas netas del Grupo Devoto fueron COP 2.6Bn con un crecimiento de 8.76% a/a y 240pbs mayor a la inflación de Uruguay. Las ventas mismos metros crecieron 6.10%, ligeramente por debajo de esta inflación. El margen bruto de la empresa disminuyó para el año 2017 en 71pbs al ubicarse en 33.95%. Según Grupo Éxito, la cuota de mercado de Devoto es de aproximadamente 45%, producto de estrategias efectivas orientadas a las necesidades del consumidor y alto reconocimiento de las marcas en el país. Destacamos que, aunque la empresa logro crecer por encima de la inflación, era de esperarse un crecimiento mayor con respecto al año anterior ya que, la economía uruguaya mostro mayor crecimiento con respecto al año anterior (3.10% 2017 Vs 1.45% 2016).

A nivel operativo, Grupo Devoto ha disminuido 1.46% sus gastos con respecto a las ventas durante los últimos tres años. De esta manera, el margen operativo se ubicó en 6.90% al cierre de 2017. Adicionalmente, destacamos que durante los últimos tres años el margen EBITDA se ha mantenido estable.

Con respecto a Argentina, se observa un decrecimiento importante de 13.34% en las ventas de 2016 de Libertad, sin embargo, el decrecimiento se presentó durante un año de contracción económica. Según el Fondo Monetario Internacional, la economía argentina se contrajo 1.82% real en 2016. Las ventas de Libertad para el año 2017 se recuperan y crecen 5.31% a/a, ubicándose en COP 1.4Bn. Por su parte, el margen bruto se ve beneficiado en 2017 y se ubica en 34.89%, 20 pbs mayor al de 2016, aunque por debajo del 36% del año 2015. Este factor es importante dado que Grupo Éxito compro Libertad en el año 2015 cuando la economía del país estaba en deterioro y la transacción se realizó pensando que se estaba comprando “un diamante en bruto barato”.

Durante 2016, Libertad logro bajar los gastos operativos relativos a ventas en aproximadamente 40pbs. No obstante, en 2017 la empresa no logró beneficiarse de economías de escala como en 2016, y aumentó sus gastos operativos en 89pbs, a pesar de la recuperación en ventas. Este comportamiento se vió reflejado en una caída del margen operativo para el 2017 de 68pbs con respecto al 2016. A diferencia de las operaciones en Uruguay, que tuvieron una caída en el margen operativo pero un margen EBITDA estable, Libertad no logra mantener el margen EBITDA, el cual disminuyó en 59pbs para el año 2017 con respecto al año 2016. A pesar de lo anterior, consideramos que la operación de Argentina tiene un potencial de crecimiento importante, que podrá manifestarse en la medida en que la economía del país se recupere.

II.6.1 Valoración

En el corto y mediano plazo, estimamos que Uruguay siga creciendo sus ventas por encima de la inflación mientras que Argentina mostrará una recuperación lenta con crecimiento poco significativo en el corto plazo, y aceleración en el mediano plazo. El Fondo Monetario Internacional estima que el PIB real de Uruguay tendrá un crecimiento por encima del 3.4% para el año 2018 y en los años subsecuentes un crecimiento relativamente estable de 3%; mientras que se estima que Argentina crezca 1.95% para 2018 y en los años siguientes acelere su crecimiento alcanzando tasas de crecimiento ligeramente arriba del 3%.

La información pública de Argentina y Uruguay no es suficiente para realizar un DCF sobre las operaciones, por lo que valoramos estas operaciones mediante valoración relativa, mediante el múltiplo Precio/Ventas, teniendo en cuenta que solo se tiene información del

Gráfico 49. Información macroeconómica Uruguay

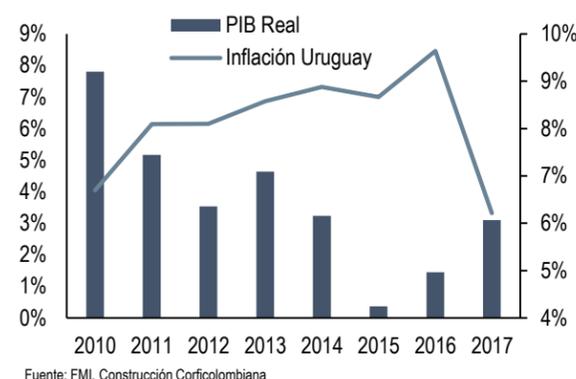


Gráfico 50. Argentina: Ventas

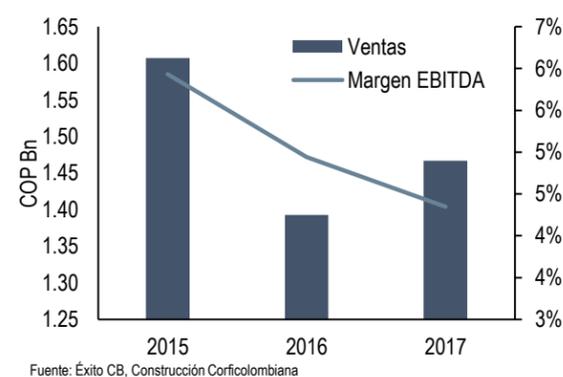


Gráfico 51. Argentina: Ventas

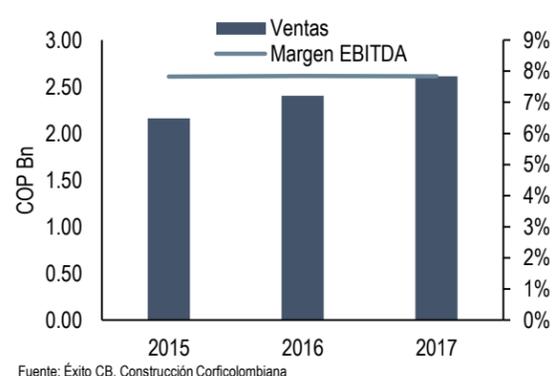


Gráfico 52. PIB Real Argentina y Uruguay

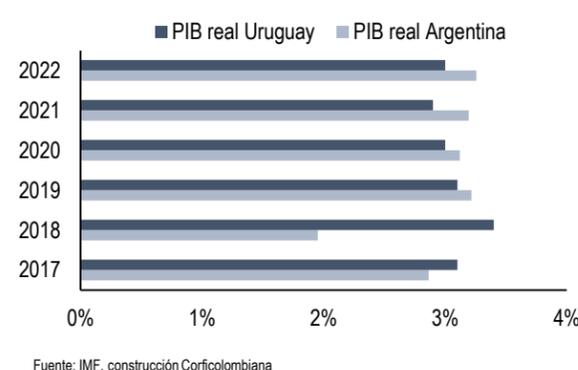
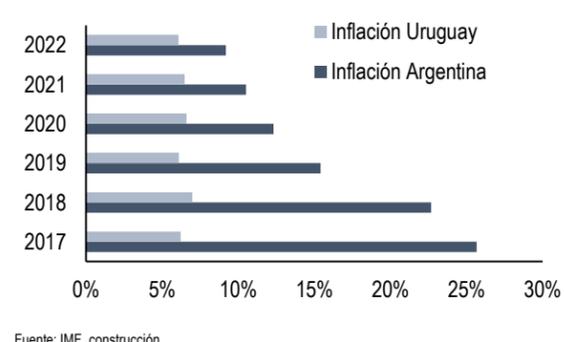
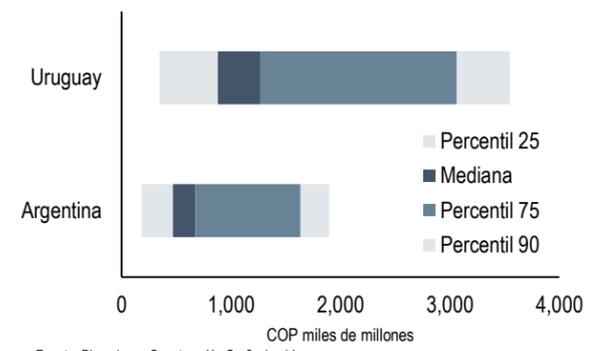


Gráfico 53. PIB Real Argentina y Uruguay



estado de pérdidas y ganancias. El valor patrimonial se calculó con el percentil 25 del múltiplo dado que se considera que Libertad, Disco y Devoto no son cadenas minoristas lo suficientemente grandes en participación y no cuentan con ventajas competitivas para ser valoradas en línea con la industria. De esta manera, se estima que Uruguay y Argentina aportan aproximadamente COP 880,500mm y COP 470,411mm en valor patrimonial respectivamente a Grupo Éxito.

Gráfico 54. Valoración Relativa



III. CONCLUSIÓN

Concluimos que Almacenes Éxito es un vehículo de inversión, usado por Grupo Casino para una compra apalancada. A partir de lo anterior, Almacenes Éxito está excesivamente apalancada, razón por la cual no esperamos crecimiento en las operaciones en Colombia. Así las cosas, es muy importante tener monitoreado el nivel de flujo de caja operativo de Almacenes Éxito, el nivel de inversión en activos fijos y el nivel de endeudamiento; variables clave para desbloquear valor de la empresa.

Por otro lado, consideramos que la operación de Brasil se encuentra subvalorada por el mercado, con un valor patrimonial intrínseco de BRL 26,803mm y una capitalización bursátil a la fecha de redacción de BRL 19,490mm. Tenemos expectativas positivas de crecimiento sobre el segmento de *cash and carry* y una recuperación en Multivarejo, sin embargo, el desempeño del mercado accionario de Brasil ha sido negativo durante 2018, contribuyendo a que la cotización de la acción se aleje de su valor intrínseco.

Creemos que la operación de Uruguay va a continuar manteniendo estable su margen EBITDA, mientras que Argentina va a lograr recuperar su margen EBITDA. Adicionalmente, no creemos que la operación de Argentina sea un “diamante en bruto barato”, si bien su desempeño debería reflejar la recuperación que tenga la economía argentina. Adicionalmente, la situación de la deuda de Almacenes Éxito puede llegar a requerir la disposición de activos como Libertad, antes de que se presente un crecimiento importante de la operación en dicho país.

Con la valoración de las operaciones de los 4 países en que Grupo Éxito opera, se realizó una suma de partes, *SOTP* por sus siglas en inglés. Tras hacer la suma, el valor intrínseco patrimonial de Grupo Éxito es de aproximadamente COP 6.7Bn con un valor por acción de COP 14,973.72, razón por la cual consideramos que la acción está sobrevalorada, dado que a la fecha de redacción su precio es de COP 16,200 /acción.

Destacamos que las operaciones en Brasil aportan 60% del valor total mientras que las operaciones en Colombia aportan solo 20%, y las operaciones en Uruguay y Argentina aportan 13% y 7% del total respectivamente. Estas participaciones reflejan más el problema de Almacenes Éxito que el gran aporte de la operación de Brasil, pues la participación económica sobre la operación de dicho país no llega siquiera a la categoría de “influencia significativa”.

Adicionalmente, el poder de voto en Brasil lo tiene realmente Grupo Casino, no Grupo Éxito. Después de todo, Grupo Casino es quien tiene el otro 50% de poder de voto en Companhia Brasileira de Distribuição y tiene más del 50% sobre Grupo Éxito, por lo que la voz que realmente cuenta en las decisiones sobre Companhia Brasileira de Distribuição es la de Grupo Casino.

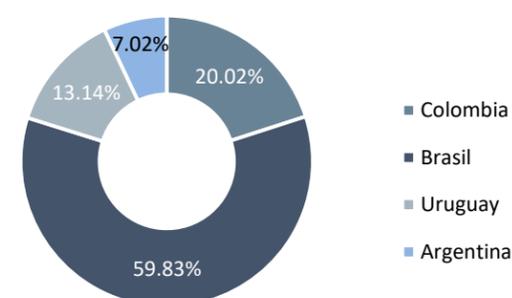
Teniendo en cuenta los puntos destacados en este reporte de investigación, además de considerar sobrevalorado el valor actual de la acción, creemos que se debe monitorear de cerca las posibles reestructuraciones y/o refinanciamientos de deuda, asimismo, es importante monitorear la situación de Grupo Casino en la región y a nivel global, teniendo en cuenta que dicho grupo continúa en proceso de reorganización, razón por la cual Grupo Éxito realizó las adquisiciones de las operaciones en Brasil y Argentina en 2015.

Tabla 21. Grupo Éxito: Valoración por partes (SOTP)

Empresa	País	Valoración	EVo (COP mm)	Eqo (COP mm)	Participación (%)	Participación (COP mm)
Almacenes Éxito	Colombia	Relativa	5,088,029.75	1,341,596.75	100.00%	1,341,596.75
Companhia Brasileira de Distribuição	Brasil	FCLD	25,719,045.49	21,442,739.25	18.70%	4,009,792.24
Disco & Devoto	Uruguay	Relativa	N/A	880,500.96	100.00%	880,500.96
Libertad	Argentina	Relativa	N/A	470,411.44	100.00%	470,411.44
Valor patrimonial Grupo éxito						6,702,301.39
Acciones en circulación						447.60
Precio por Acción						14,973.72

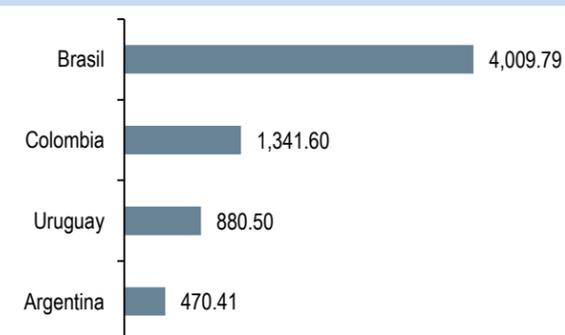
Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 55. Grupo Éxito: Valor agregado por país



Fuente: Construcción Corficolombiana

Gráfico 56. Grupo Éxito: Valor patrimonial Intrínseco



Fuente: Construcción Corficolombiana

CONTÁCTENOS

Gerencia de Inversiones

Alejandro Pieschacon
Director de Inversiones
alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén
Director de Investigaciones
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Ángela Pinzón
Analista de Renta Fija
Angela.pinzon@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814

Diego Velásquez
Analista de Renta Fija
diego.velasquez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Omar Suarez
Gerente de Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

Roberto Carlos Paniagua
Analista de Renta Variable
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Raúl Moreno
Analista de Renta Variable
Raul.moreno@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

Investigaciones Económicas Corficolombiana (Renta Variable)

Andrés Duarte Pérez
Director de Renta Variable
andres.duarte@corficolombiana.com
Tel: (571) 286 33 00 Ext. 6163

Luis Miguel Alcega Spadei
Analista de Renta Variable
luis.alcega@corficolombiana.com
Tel: (571) 286 33 00 Ext. 6194

Daniel Felipe Duarte Fandiño
Analista de Renta Variable
daniel.duarte@corficolombiana.com
Tel: (571) 286 33 00 Ext. 6193

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero
Head de acciones Institucional
alejandfo.forero@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

Juan Pablo Serrano
Trader de acciones Institucional
juan.serrano@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

Mesa Institucional Renta Fija

Enrique Fernando Cobos
Gerente Mesa Institucional
enrique.cobos@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717

Ivette Cepeda
Gerente Comercial
i.cepeda@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Adda Padilla
Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

Distribución

Ricardo Herrera
Vicepresidente Comercial
ricardo.herrera@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 2226

Guillermo A. Magdalena Buitrago
Gerente Comercial Cali
gmagdalena@casadebolsa.com.co
Tel: (572) 898 06 00 Ext. 3881

Juan Pablo Vélez
Gerente Comercial Medellín
jvelez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

John Alexander Jiménez
Gerente Comercial Bogotá
jjimenez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22721

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.