

VALORACIÓN DE LA OPA EN CURSO Y ACTUALIZACIÓN

Oportunidad de salida

Con la venta de la participación en la subsidiaria GPA a BRL 113/acción, Grupo Éxito recibirá una caja aproximada de COP 4.0 bn, parte de la cual se utilizará para el prepago de su deuda, en cumplimiento de *covenants* vigentes, resultando en una "Nueva Grupo Éxito" con estructura de capital mejorada, y un buen nivel de generación de caja interna. La compañía resultante tendrá espacio para realizar una expansión orgánica en formatos que empiezan a tener un buen desempeño en ventas mismos-metros como Éxito Wow, Carulla Fresh Market y Surtimayorista. **Recomendamos participar en la OPA en curso, a pesar de que nuestro precio objetivo para la Nueva Grupo Éxito es COP 19,469/acción, como lo explicaremos a lo largo del documento. Así las cosas, la actualización de la "vieja" Grupo Éxito de COP 15,102/acción, sin considerar la operación en curso, es solo una referencia, que arroja igualmente una recomendación de venta.**

› OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (PAG. 11)

El accionista mayoritario, Grupo Casino, con el propósito de simplificar su estructura societaria en Latinoamérica lanzó a través de su filial Companhia Brasileira De Distribuicao ("GPA" de acá en adelante) una oferta pública de adquisición a un precio de COP 18,000/acción por Grupo Éxito. Esta OPA está condicionada a la aprobación de los acuerdos que confieran absoluto control de Segisor, empresa que es dueña de GPA, a Grupo Casino (Grupo Éxito vende su participación sobre GPA a Grupo Casino).

La venta por parte de Grupo Éxito del 18.7% de participación económica sobre GPA, se da cuatro años después de haberla adquirido. El pago de BRL 113/acción de GPA es superior a nuestro valor fundamental de BRL 100.83/acción, sin embargo, el giro equivalente por Segisor de BRL 95.5/acción de GPA, es inferior en 2.2% a nuestra valoración fundamental de BRL 97.66.

› DEUDA (PAG. 24)

La venta de su participación en GPA, le permite a Grupo Éxito disminuir el excesivo endeudamiento en el que incurrió, a raíz del *cash-out* realizado por Grupo Casino en 2015. Adicionalmente, Grupo Éxito dispondrá de recursos para invertir en formatos que son rentables actualmente y expandir su negocio inmobiliario. Es precisamente el arreglo de la estructura de capital y la promesa de crecimiento, lo que sustenta la mayor valoración de la "Nueva Grupo Éxito".

› VALORACIÓN (PAG. 43)

Valoramos a la "Nueva Grupo Éxito" asumiendo que el 40% de la venta de GPA se destina al prepago de la deuda, destinando la mayor parte del resto de los recursos para expansión orgánica, y manteniendo las participaciones en Uruguay y Argentina. Adicionalmente y como referencia, valoramos a la operación de Grupo Éxito, manteniendo la estructura corporativa actual. Ambas valoraciones se realizaron mediante el método de suma de partes.

Por favor revise la Certificación del Analista y otras advertencias importantes que se encuentran en la última página del presente informe.

Grupo Éxito

PO*: COP 19,469

TICKER	RECOMENDACIÓN
ÉXITO CB	Participar en la OPA
SECTOR	INDUSTRIA
Consumo	Ventas Minoristas

Precio de cierre	17,620
Potencial de valorización	10.5%
Máximo de 52 semanas	17,700
Mínimo de 52 semanas	11,920
Precio de la "vieja" Grupo Éxito	15,102
Retorno 12-meses	21.7%
Retorno YTD	42.1%
Capitalización bursátil (bn COP)	7.8
Flotante	44.7%
Vol. promedio Diario 6m (mm COP)	7,581

COMPORTAMIENTO ACCIONARIO (ORD.).



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Daniel Felipe Duarte Muñoz
 Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Andrés Duarte Pérez
 Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

* Valor calculado en octubre, no es el precio esperado en un año.

Estado de Pérdidas y Ganancias – Almacenes Éxito S.A. separado*

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos	10,904,958	11,021,135	11,461,980	11,977,770	14,417,375	15,254,275
Var %	-3.21%	1.07%	4.00%	4.50%	20.37%	5.80%
Utilidad Bruta	2,568,245	2,597,188	2,759,214	2,911,144	3,537,501	3,778,207
Var %	-5.96%	1.13%	6.24%	5.51%	21.52%	6.80%
Gastos Financieros	335,972	317,090	441,248	261,734	209,387	157,040
Utilidad antes de Impuestos	140,323	237,862	-642,167	138,551	480,937	623,080
Var %	20.76%	69.51%	-369.97%	n/a	247.12%	29.56%
Provisión Impuesto	77,390	41,541	-36,719	-42,951	-144,281	-186,924
%	-55.15%	-17.46%	n/a	31.00%	30.00%	30.00%
Utilidad Neta	217,713	279,403	-678,886	95,600	336,656	436,156
Var %	400.2%	28.3%	-343.0%	n/a	252.2%	29.6%
EBITDA	463,768	414,986	523,343	571,502	884,609	998,813
Margen EBITDA	4.25%	3.77%	4.57%	4.77%	6.14%	6.55%
Margen Operacional	2.08%	1.82%	2.69%	1.98%	3.66%	4.04%
Margen Neto	2.00%	2.54%	-5.90%	0.80%	2.34%	2.86%

Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana. COP mm

Balance General – Almacenes Éxito S.A. Separado*

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Efectivo y Equivalentes	1,619,695	1,885,868	3,530,810	2,183,451	2,196,460	2,212,570
Activo Corriente	3,273,274	3,914,728	5,370,254	4,085,050	4,389,069	4,502,991
PP&E Neto	1,750,449	1,619,209	1,587,878	2,451,154	2,324,263	2,186,356
Activo No Corriente	12,689,428	11,748,621	7,243,913	8,254,148	8,274,216	8,283,268
Total Activo	15,962,702	15,663,349	12,614,167	12,339,198	12,663,285	12,786,259
Deuda Corto Plazo	799,920	1,042,781	460,442	460,442	460,442	460,442
Proveedores	2,642,486	2,940,874	2,149,583	2,239,456	2,687,329	2,834,589
Pasivo Corriente	4,667,219	5,106,655	3,733,025	3,822,898	4,270,771	4,418,031
Deuda Largo Plazo	3,292,824	2,838,433	1,841,767	1,381,325	920,883	460,442
Pasivo No Corriente	3,455,915	2,906,954	1,910,288	1,449,846	989,404	528,963
Total Pasivo	8,123,134	8,013,609	5,643,313	5,272,744	5,260,175	4,946,993
Total Patrimonio	7,839,568	7,649,740	6,970,854	7,066,454	7,403,110	7,839,266

Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana. COP mm

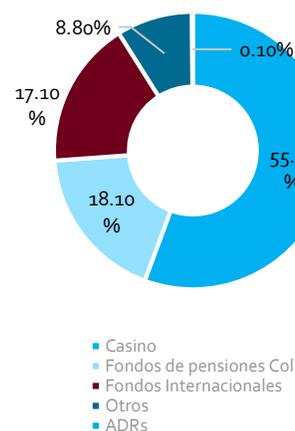
* Aunque Grupo Éxito consolida a GPA -así como las operaciones de Argentina y Uruguay-, su participación económica es menor al 20%. Por esta razón y por el hecho de que la deuda en la que incurrió el Grupo en 2015 está en cabeza de Almacenes Éxito, mostramos el histórico y la proyección de los estados financieros separados de Almacenes Éxito.

Alta Gerencia y Junta Directiva

Integrante	Cargo
Carlos Mario Giraldo	CEO
Manfred Gartz	VP. Financiero
Luis Alarcón	Miembro JD
Felipe Ayerbe	Miembro JD
Ana Ibáñez	Miembro JD
Daniel Cortes	Miembro JD
Josseline de Clausade	Miembro JD
Hervé Daudin	Miembro JD
Jean Mochet	Miembro JD
Phillippe Alarcon	Miembro JD
Bernard Petit	Miembro JD

Fuente: Grupo Éxito.

Gráfica 1. Composición Accionaria.



Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana

Grupo Éxito: Oportunidad de salida

En 2015, por decisión de su controlante Grupo Casino, Grupo Éxito adquirió el 18.7% de participación económica en GPA a través de la empresa francesa Segisor, mediante una deuda en cabeza de Almacenes Éxito. El vendedor de la participación fue el mismo Grupo Casino, quien controlaba -y controla actualmente- a GPA. De esta forma, Grupo Casino retiró un monto importante de caja (*cash-out*), manteniendo el control de su operación en Latinoamérica.

Este *cash-out* no viene de la liberación de “caja atrapada”, e implicó el sobreendeudamiento de Grupo Éxito (Almacenes Éxito), en una operación en la que pagó una prima excesiva para las condiciones de mercado del momento, más teniendo en cuenta que el control obtenido sobre GPA, no va más allá de lo contable, toda vez que Grupo Éxito consolida a GPA, pero tiene únicamente el 18.7% de la participación económica.

Debemos resaltar el hecho de que el apalancamiento en el que incurrió Grupo Éxito fue tan alto que ni la positiva expectativa de crecimiento en utilidades, ni las esperadas sinergias de Grupo Éxito se cristalizaron a partir de su adquisición en Brasil, razón por la cual, la cotización de la acción no ha podido recuperar los niveles alcanzados antes de 2015. Cuatro años después, Grupo Éxito recibió una oferta de BRL 113/acción por su participación sobre GPA (BRL 95.5/acción por Segisor).

Tratándose de una transacción entre partes relacionadas, le correspondió al comité de auditoría y riesgos entregar una recomendación sobre la oferta, para lo cual se apoyó en asesores independientes (Inverlink), quienes concluyeron que el precio ofrecido es justo (*fairness opinion* satisfactorio) y la venta de GPA servirá para reducir el apalancamiento de Grupo Éxito. Para llegar a esta conclusión; 1) se tomaron directamente las proyecciones de GPA, sin entrar a analizar su razonabilidad, y 2) se evaluó el precio de BRL 113/acción, no el precio real de giro de BRL 95.5/acción por Segisor. *No vemos problema en el punto 2 más allá de la falta de una explicación más clara.*

Aceptando vender a GPA 5.4% por debajo de nuestro precio justo, la valoración de Grupo Éxito resultante (“nueva”) asume el prepago de deuda correspondiente al 40% de los recursos recibidos, e inversiones en negocios con potencial, con lo que estimamos un precio de COP 19,460/acción. A pesar de lo anterior, recomendamos participar en la OPA a COP 18,000/acción, y con mayor razón si entra otro comprador ofreciendo más dentro de la OPA competitiva, recordando que: **1) Grupo Casino se mantiene como controlante; persisten sus problemas de caja que debe arreglar en el corto plazo, y su apuesta de crecimiento está más en Brasil que en Colombia, 2) la acción puede ser deslistada, 3) los COP 19,460 resultan de una buena inversión (inversiones), pero ni ésta, ni sus frutos se verán en el corto plazo, y 4) el escenario de negocio que resultaría en valores fundamentales por acción superiores a los previos a 2015 es inverosímil.**

Contenido

GRUPO ÉXITO: OPORTUNIDAD DE SALIDA.....	3
OPERACIÓN EN CURSO	6
<i>La operación – Parte I.....</i>	<i>8</i>
<i>La operación – Parte II.....</i>	<i>8</i>
<i>Eventos recientes</i>	<i>9</i>
<i>Decisión comité de auditoría y riesgos respecto a la venta de la participación en GPA.9</i>	
EVOLUCIÓN Y EXPECTATIVAS DE LOS INDUCTORES DE VALOR.....	11
<i>Inductores de valor – resumen</i>	<i>11</i>
<i>Comportamiento de los países de interés.....</i>	<i>11</i>
<i>Caja adicional por venta de Segisor</i>	<i>11</i>
CAMBIOS RESPECTO A LA VALORACIÓN ANTERIOR	13
Deuda¹³	
<i>Contexto</i>	<i>13</i>
<i>Estructura actual – carga excesiva</i>	<i>14</i>
<i>Flexibilización del costo de la deuda de Almacenes Éxito</i>	<i>15</i>
Diversificación por geografía y líneas de negocio.....	15
<i>Líneas de negocio.....</i>	<i>15</i>
<i>Cambio en los resultados de los negocios</i>	<i>16</i>
<i>Aporte de cada país.....</i>	<i>20</i>
<i>Cambios en el Capital de Trabajo.....</i>	<i>21</i>
VALORACIÓN DE LA NUEVA GRUPO ÉXITO	23
<i>Valoración con la operación</i>	<i>23</i>
REVISIÓN DE OTROS ELEMENTOS DE CARA A LA OPA – RETORNO DE LA INVERSIÓN	26
<i>Llorar sobre mojado</i>	<i>26</i>
<i>Misma controlante con los mismos problemas</i>	<i>27</i>

<i>Comportamiento de la acción</i>	28
CONCLUSIÓN: EL FUTURO ES BRASIL	30
ACTUALIZACIÓN DE LA VALORACIÓN "ANTIGUA" GRUPO ÉXITO	31
<i>Valoración sin la operación</i>	31
CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIÓN DE PARTICIPAR	34
ANEXO 1	36
ANEXO 2	36
EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS	38
CONTACTOS CASA DE BOLSA	39

Operación en curso

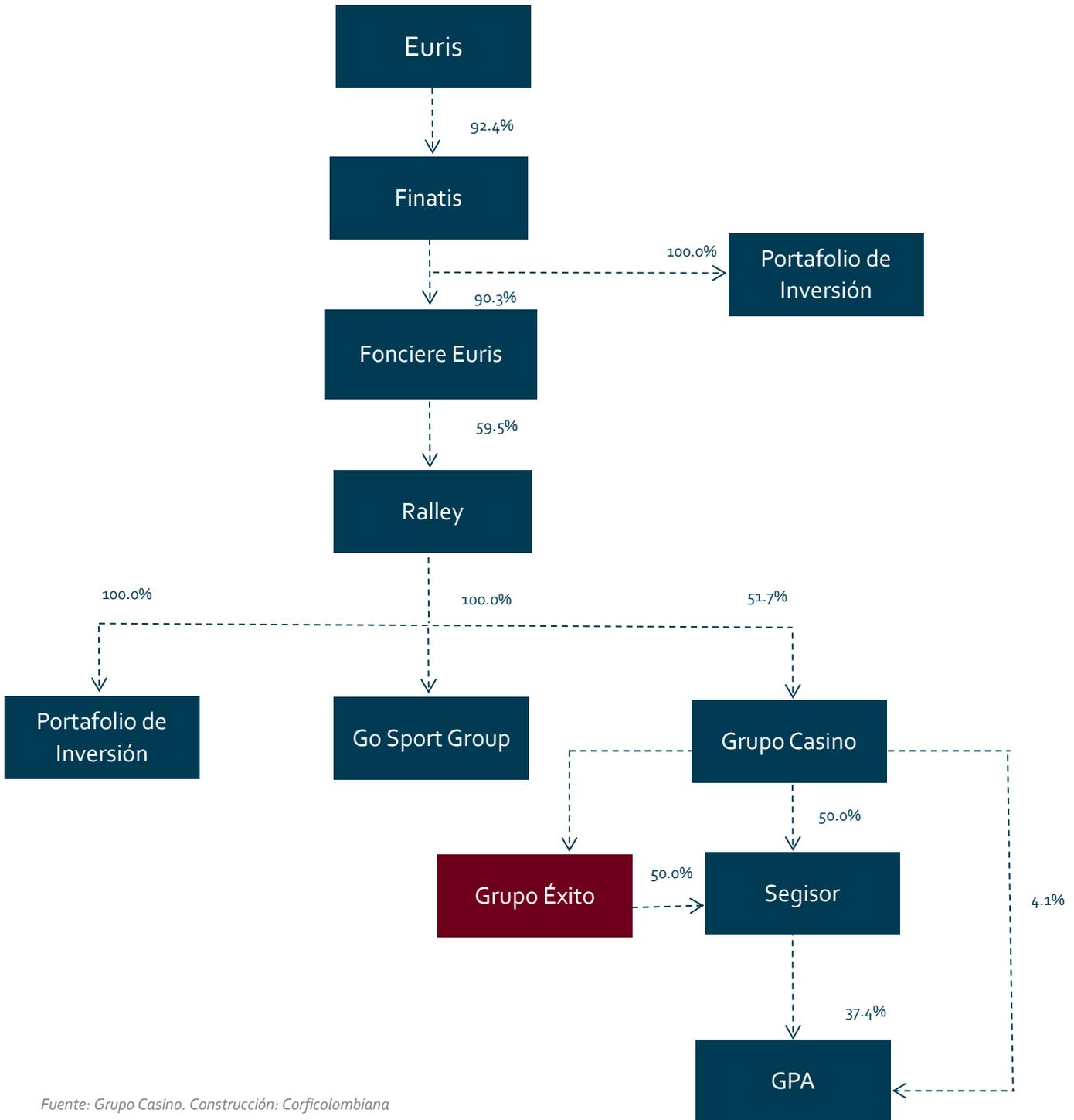
En el año 2016, luego de que Grupo Casino lograra “generar” caja a partir de operaciones con sus filiales, tal como la realizada entre Grupo Éxito y GPA en 2015, la firma calificadora Standard & Poor’s (“S&P”) redujo a estatus de “basura” la deuda de Casino Guichard-Perrachon. Ese año, Grupo Casino anuncio la venta de activos en Asia con el fin de dar cumplimiento al pago mandatorio de su deuda. La historia hoy no dista mucho de hace tres años, pues durante el primer trimestre del año, tanto la calificadora de riesgo Moody’s como S&P, se pronunciaron negativamente respecto a la calificación crediticia de Grupo Casino.

Moody’s otorgó la calificación de “basura” (tres niveles por debajo del grado de inversión), evidenciando preocupación respecto al alto nivel de endeudamiento y la deficiente generación de efectivo. Aun con la desinversión en activos, la expectativa de Moody’s respecto a la generación de caja de la compañía no se cumplió, concluyendo que existe una limitada capacidad de pago de deuda en el corto y mediano plazo. Por otro lado, El día el 29 de mayo la entidad calificadora Standard & Poor’s (“S&P”), informó la reducción de la calificación crediticia de Grupo Casino de BB- a B, reafirmando la preocupación del mercado y analistas respecto al nivel de solvencia del grupo, incluso, el problema se extiende al nivel del controlante Ralley (Gráfica 1).

La operación propuesta a Grupo Éxito en julio (24 de julio), es un capítulo más de la misma novela en la que Grupo Casino busca reestructurar su deuda, para aliviar el endeudamiento excesivo. La OPA:

- GPA realiza una Oferta Pública de Adquisición (OPA) por el 100% de Grupo Éxito
 - Grupo Casino se compromete a vender el 55.3% que posee actualmente en Grupo Éxito.
- La OPA de GPA es condicionada a que previamente Grupo Éxito le vende a Grupo Casino su participación sobre GPA de 18.65% (participación económica).
 - La participación de Grupo Éxito sobre GPA se tiene a través de Segisor, un vehículo de propósito especial (SPV por sus siglas en inglés), donde Grupo Éxito tiene el 50% y Grupo Casino el restante 50%.
 - La francesa Segisor posee el 99.9% de los derechos de voto y el 37.3% de los derechos económicos de GPA.

Gráfica 2. Estructura corporativa actual de Grupo Casino



Fuente: Grupo Casino. Construcción: Corficolombiana

La operación – Parte I

Grupo Casino compraría en efectivo a BRL 113/acción el 18.7% de participación que Grupo Éxito posee indirectamente en GPA. De acuerdo con los términos de la transacción, luego de restar la deuda de EUR 200 mm de Grupo Éxito con Segisor, el valor a girar por acción es de BRL 95.5, resultando en una caja de COP 3.95 bn para Grupo Éxito. **Entendiendo al SPV Segisor como un vehículo de inversión endeudado en EUR 400 mm, se entiende el descuento propuesto.**

Por tratarse de una transacción entre partes relacionadas le correspondió al comité de auditoría y riesgos, según la política de transacciones entre partes relacionadas del grupo, evaluar y aprobar la propuesta para lo cual debió contar con un quorum de tres cuartas partes de sus miembros y el voto favorable de los miembros independientes.

En este sentido, el comité de riesgos y auditoría presentó, dentro del informe de evaluación de la transacción, un estudio de precio y condiciones vigentes para transacciones de similares condiciones y la adecuación de la transacción a dichas condiciones de mercado. Para la realización del estudio el comité de auditoría y riesgos seleccionó como asesor independiente a Inverlink (encargado del *fairness opinion* de la valoración), además de contar con la asesoría financiera y legal de corredores Davivienda y de la firma DLA Piper Martínez Beltrán.

La operación – Parte II

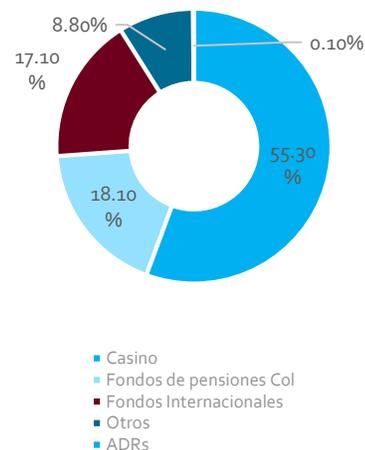
El segundo paso de la oferta corresponde a la adquisición también en efectivo, a través de Sendas Distribuidora S.A, filial 100% de propiedad de GPA y domiciliada en Brasil, por la totalidad del capital de Grupo Éxito a un precio de COP 18,000/acción.

De acuerdo con el anuncio, GPA presentará la oferta pública de adquisición a la Superintendencia Financiera una vez Grupo Éxito haya aprobado los acuerdos que otorguen a Grupo Casino un control exclusivo sobre Segisor. La OPA no está sujeta a la condición de “todo o nada”, y puede entrar otro comprador (OPA competitiva).

De este modo, GPA comprará la participación de 55.3% de Grupo Casino sobre Grupo Éxito, realizando un *cash-out* de su filial brasilera, además de las participaciones que opten por venderle los minoritarios; fondos de pensiones (18.1%), inversionistas institucionales (17.1%) y otros (8.8%).

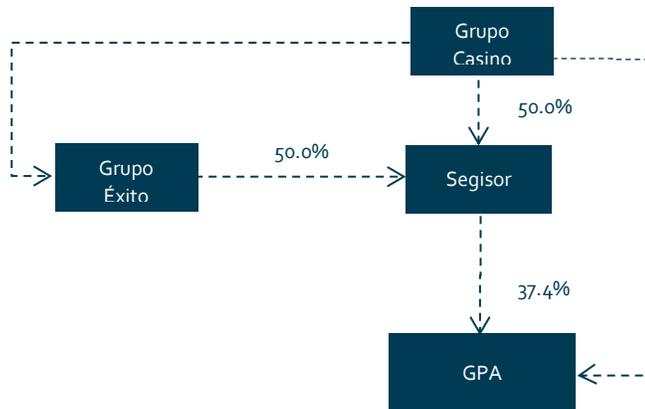
Más allá del *cash-out*, los cambios en las participaciones mantienen a Grupo Casino como controlante de Grupo Éxito (indirectamente) y de GPA: Grupo Casino quedaría con el 41.5% de los derechos económicos de GPA y controlaría a su vez indirectamente a Grupo Éxito a través de GPA con una participación económica de 22.5%.

Gráfica 3. Accionistas Grupo Éxito



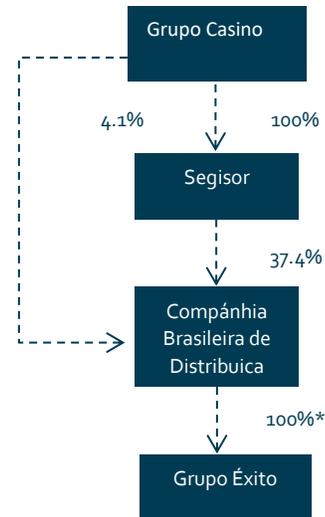
Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana. Cifras a junio 30 del 2019.

Gráfica 4. Estructura actual de Grupo Casino (Latinoamérica).



Fuente: Grupo Casino. Construcción: Corficolombiana.

Gráfica 5. Estructura de Grupo Casino luego de la OPA (Latinoamérica).



Fuente: Grupo Casino. Construcción: Corficolombiana. * Asumiendo que el 100% de los minoritarios venden

Eventos recientes

El día 13 de septiembre se firmó un preacuerdo de compra venta de acciones entre Geant International B.V. (filial de Grupo Casino) y Sendas Distribuidora S.A (GPA) por el 55.3% del capital suscrito de Grupo Éxito correspondiente a 247,545,464 acciones ordinarias. En dicho contrato, GPA se compromete a comprar el 55.3% de participación que posee Grupo Casino en Grupo Éxito. La compra según el artículo 6.15.2.1.1 del régimen del mercado de valores, se debe llevar a través de un OPA, la cual no se encuentra sujeta a la condición de “todo o nada”. Actualmente la operación se encuentra a la espera de la publicación del instructivo de la Bolsa de Valores de Colombia y la aprobación del cuadernillo que debe ser radicado por GPA ante la Superintendencia Financiera.

Decisión comité de auditoría y riesgos respecto a la venta de la participación en GPA

Los miembros independientes del comité de auditoría y riesgos de Grupo Éxito basados en las asesorías contratadas determinaron que el precio ofertado por Grupo Casino de 113 BRL/acción refleja una valoración justa y acorde con las condiciones actuales de mercado. Así mismo recalcaron que la operación es acorde con los siguientes principios establecidos dentro del capítulo séptimo del código de Gobierno Corporativo de Grupo Éxito:

- Satisfaga el interés de la compañía y no le cause perjuicio a esta.
- Se pretenda el ofrecimiento de un mejor servicio, mejor precio o mejores condiciones para los clientes de la Compañía.
- Se genere valor para la compañía.

- No se menoscabe o ponga en riesgo la capacidad de la Compañía para cumplir con sus obligaciones frente a terceros.
- Se respeten los derechos de los Accionistas minoritarios.
- Transparencia.
- Se promueva el aprovechamiento de sinergias atendiendo a las limitaciones y restricciones establecidas en la ley.

Nuestros comentarios: Aun entendiendo el giro de BRL 95.5/acción corresponde a la valoración de Segisor, vehículo a través del cual Grupo Éxito y Grupo Casino participan de GPA y que asumió un crédito por EUR 400 mm y le pasó EUR 200 mm mediante un dividendo, ese valor es inferior a nuestro cálculo en 2.2%. **La diferencia no es muy grande, pero lo sería si hubiéramos incluido una prima de control sobre GPA, prima que definitivamente sí pagó Grupo Éxito hace apenas cuatro años.** De acuerdo con el comunicado del asesor contratado, este no hizo un *fairness opinion*, en lo que corresponde a verificar las proyecciones utilizadas en la valoración que se está verificando.

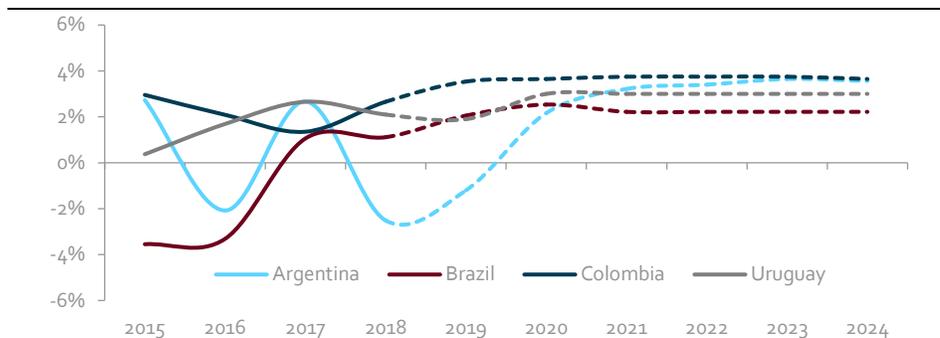
Evolución y expectativas de los inductores de valor

Inductores de valor – resumen

Comportamiento de los países de interés

Durante el periodo entre 2015 y 2017 se presentó una desaceleración en el crecimiento real de la economía colombiana, mientras que los demás países de interés (Brasil, Argentina y Uruguay) se aceleraron. Lo anterior se explica por el efecto sobre la economía colombiana de la caída de los precios del petróleo. Posteriormente, 2018 fue de ajuste, y para 2019, el FMI espera una recuperación generalizada en el crecimiento económico de los países en cuestión, especialmente marcado en Argentina, país que muestra la mayor volatilidad en su crecimiento. Finalmente, de 2020 a 2022 el FMI proyecta tasas de crecimiento cercanas a las tasas potenciales.

Gráfica 6. Crecimiento anual PIB real



Fuente: FMI. Construcción: Corficolombiana

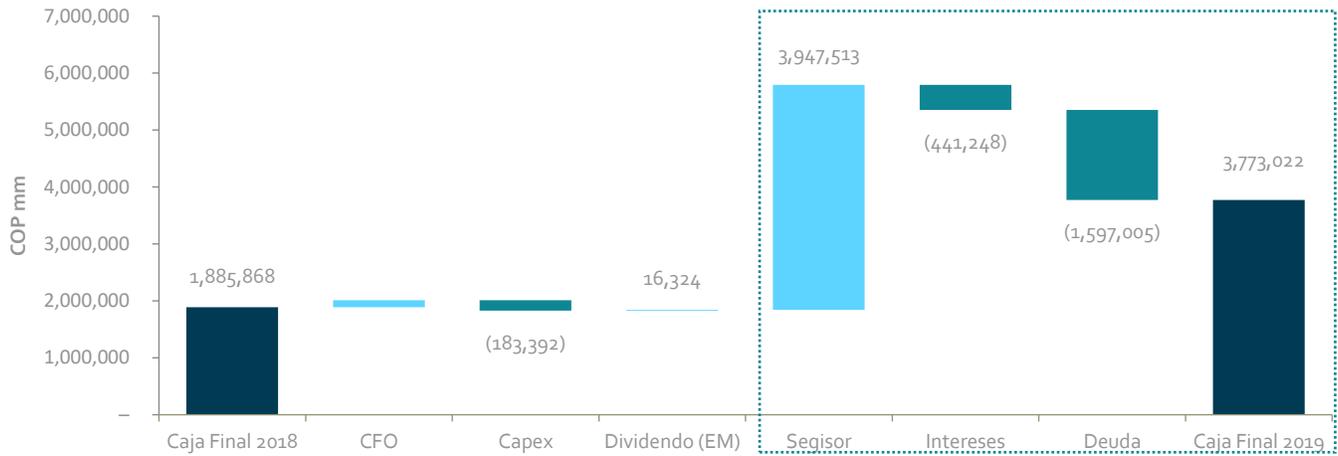
Caja adicional por venta de Segisor

Concretándose la venta de la participación de Grupo Éxito en GPA, Almacenes Éxito estaría obligado según los *covenants* de la deuda bancaria, a realizar prepagos de deuda en un monto equivalente al 40% o al 80% de los ingresos netos recibidos por la venta de activos si estos superan el 20% de los activos de la empresa, lo cual es el caso. **Para efectos de nuestra valoración, tomamos como escenario base que la empresa realiza un pago del 40% de los ingresos netos recibidos como pago a capital de la deuda.** Bajo la óptica del negocio de Grupo Éxito, así como los objetivos del controlante, no vemos razonable el pago del 80%, tampoco del 0% (invirtiendo el 100%, algo que también está permitido).

Como resultado proyectamos una amortización de COP 1.5 bn en 2019 (Gráfica 6) lo cual configuraría un “nuevo” Almacenes Éxito con un nivel de apalancamiento saludable, aliviando considerablemente la generación de efectivo por menor pago

de intereses y reflejando así una mejora progresiva en las razones de cobertura y endeudamiento.

Gráfica 7. Movimiento en la caja por venta en Segisor (Almacenes Éxito)



Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana

Cambios respecto a la valoración anterior

A continuación, describimos los principales cambios de la valoración por Suma de Partes de Grupo Éxito, respecto al ejercicio de valoración anterior. Teniendo en cuenta la compra por parte de Grupo Casino de la participación que tiene Grupo Éxito en GPA y posterior OPA por parte de GPA sobre Grupo Éxito, **priorizamos la valoración y análisis de esta operación y la compañía resultante, que denominamos “Nueva Grupo Éxito”**

Así mismo, incluimos la actualización de la valoración de Grupo Éxito con precio objetivo a un año bajo la estructura actual, como referencia de los cambios a nivel de las variables de proyección y del sector *retail* en la región. Enfatizamos a Almacenes Éxito y GPA en esta descripción y análisis, dado su peso en Grupo Éxito y su relevancia durante la transacción en curso. De esta forma, consideramos dentro de los principales cambios: el costo de la deuda, el prepago de la deuda, la inclusión del negocio inmobiliario, cambios en las expectativas de los negocios y los cambios en los supuestos de capital de trabajo.

Deuda

El endeudamiento de Grupo Éxito, específicamente de Almacenes Éxito, es la variable de análisis más importante para la valoración de la compañía; **en la estructura actual, la carga de la deuda resulta excesiva; en la “Nueva” Grupo Éxito, la aplicación de *covenants* para el prepago de la deuda, normaliza el endeudamiento de la compañía, permitiéndole invertir (orgánica y/o inorgánicamente), manteniendo cierta holgura de caja.**

Hacemos énfasis en las métricas de endeudamiento sobre Almacenes Éxito por el hecho de que es la empresa en cabeza de la cual están los créditos desde 2015, y también, debido que, si bien Grupo Éxito consolida el 100% de GPA, pero su participación económica no llega al 20%.

Contexto

A partir de las transacciones realizadas en 2015, donde Grupo Éxito por decisión de su controlante Grupo Casino realizó la compra apalancada de GPA y Libertad, Almacenes Éxito ha mantenido un nivel de endeudamiento excesivo, alcanzando una razón de Deuda/EBITDA de 9.35x en 2018 (Gráfica 7), lo cual ha limitado su capacidad de inversión y crecimiento orgánico. Al ajustar el indicador Deuda/EBITDA por el nivel de efectivo y equivalentes, este indicador muestra niveles de 4.81x el cual se encuentra por encima de sus comparables en la región donde el promedio es de 3.72 x.

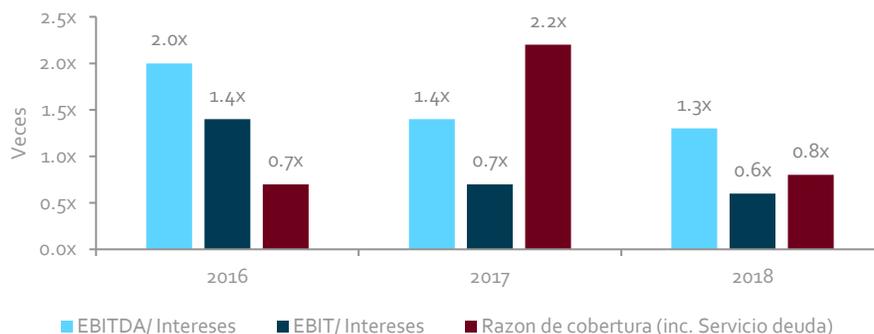
La deuda contraída en 2015 para ejecutar la adquisición de los negocios en Brasil y Argentina se suscribió a través de un crédito sindicado con bancos nacionales por valor de COP 3.25 bn y con bancos del exterior por COP 1.21 bn (USD 400 mm). En los últimos 4 años se han realizado operaciones de reestructuración de deuda extendiendo los plazos constantemente.

Gráfica 8. Nivel de endeudamiento Almacenes Éxito

Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana

Consideración (OPA) – alivio en el endeudamiento

Tomamos como escenario base el cierre de la transacción de venta de la participación de Grupo Éxito en GPA. Para efectos de nuestra valoración, asumimos que la empresa utiliza el 40% de los COP 4.0 bn de ingresos netos recibidos, para cancelar el capital de la deuda. Como resultado asumimos una amortización de COP 1.5 bn en 2019 lo cual configuraría un “nuevo” Grupo Éxito con un nivel de apalancamiento saludable aliviando considerablemente la generación de efectivo, dado el menor pago de intereses, resultando en una mejora progresiva en las razones de cobertura y endeudamiento.

Gráfica 10. Razones de cobertura Almacenes Éxito

Fuente: Capital IQ. Construcción: Corficolombiana

Estructura actual – carga excesiva

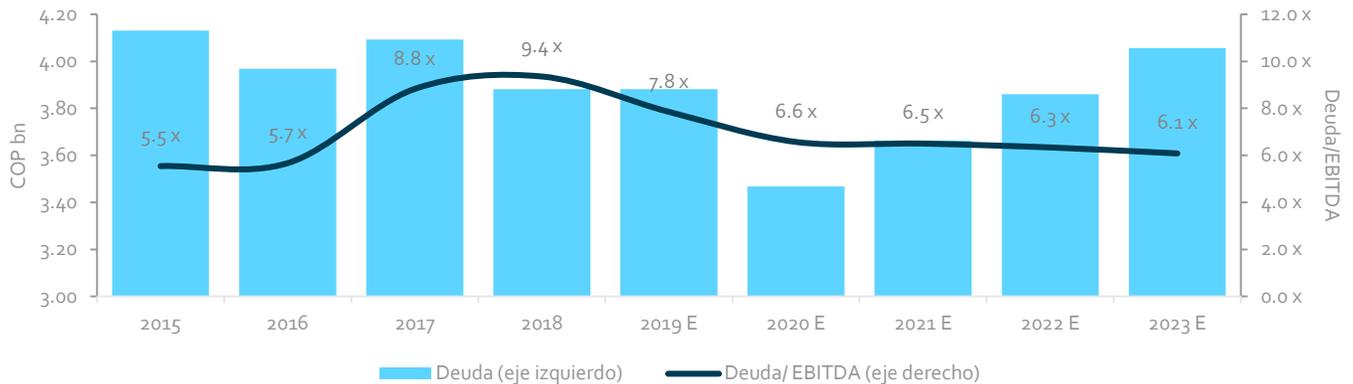
De mantenerse la estructura actual, Grupo Éxito continuaría destruyendo valor a sus accionistas teniendo en cuenta que el retorno sobre el capital invertido ha estado muy por debajo de su costo de capital (WACC), resultado del excesivo endeudamiento. Esta situación se torna aún más alarmante cuando se considera el

Gráfica 9. Retorno sobre el capital invertido – Almacenes Éxito

Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana.

muy bajo crecimiento en ventas de Almacenes éxito de los últimos cuatro años, donde dicho crecimiento ha estado significativamente por debajo del crecimiento de la economía colombiana y la inflación.

Gráfica 11. Estimaciones nivel de endeudamiento Almacenes Éxito manteniendo la estructura actual



Fuente. Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana

Flexibilización del costo de la deuda de Almacenes Éxito

Frente al ejercicio de valoración de nuestra cobertura inicial (actualización de la valoración sin la OPA), flexibilizamos el costo de la deuda tomando como referencia el promedio del costo de la deuda en libras y el costo de la deuda calculado mediante la metodología de calificación de deuda *Debt Rating Approach*.

Al aplicar la metodología mencionada, se ajustó el costo antes de impuestos tomando como referencia los rendimientos de bonos con una calificación crediticia similar a la de Almacenes Éxito. De este modo, con la razón actual de cobertura de intereses de 0.8x, una tasa libre de riesgo de 3% y un spread adicional de 1%, al realizar una emisión de bonos, la empresa tendría un costo de deuda en COP de 14.99%. Por otro lado, actualmente el costo de deuda en libras de Almacenes Éxito es de 7.7%, como consecuencia, trabajamos con el promedio de estos dos valores para nuestro ejercicio de valoración (11.3%). Justificamos la aplicación del *Debt Rating Approach* por el hecho de que consideramos al crédito sindicado que contrajo Almacenes Éxito en 2015 como un préstamo apalancado (*Leveraged Loan*), dado el nivel de endeudamiento resultante. Para estos créditos, los acreedores demandan un retorno adicional considerable por el riesgo asumido.

Diversificación por geografía y líneas de negocio

Líneas de negocio

Inmobiliario

En 2016, Grupo Éxito suscribió una alianza estratégica con el Fondo Inmobiliario Colombia dando pie a la creación de uno de los vehículos inmobiliarios más grandes del país. Actualmente este vehículo inmobiliario opera bajo la marca Viva Malls y se

dedica primordialmente al desarrollo y operación de centros comerciales en Colombia con un portafolio de 18 activos y un área arrendable de 565,000 m². De esta manera, dentro de la configuración del patrimonio autónomo, Grupo Éxito y fondo Inmobiliario Colombia cuentan con una participación accionaria del 51% y 49% respectivamente.

Es importante aclarar que contablemente, almacenes Éxito reporta el ingreso del negocio inmobiliario bajo el método de participación, mediante un ingreso contable (*non-cash*) que luego es ajustado en el flujo de caja, y una entrada de caja por dividendos. El negocio inmobiliario es uno de los segmentos que el Grupo espera fortalecer con la entrada en efectivo por la venta de Segisor. En particular la tasa de capitalización (*CapRate*, por su abreviatura en inglés), es de aproximadamente 8.70%, superior al promedio de la industria en Colombia del 8%, el cual ha estado disminuyendo progresivamente desde el primer trimestre de 2015. Por otro lado, se espera un repunte en los próximos dos años, luego de la considerable acumulación alta de inventarios en bodegas y comercios.

Para efectos de nuestra valoración incluimos dentro de nuestras proyecciones los dividendos recibidos por participación en el patrimonio autónomo Viva Malls, así como los ingresos no operacionales recibidos por otros negocios complementarios, algo que no hicimos en la inicialización del año pasado.

Cambio en los resultados de los negocios

GPA – Brasil

Assaí

En Brasil el segmento operado bajo la marca “Assaí” ha tenido un crecimiento promedio de 28% nominal anual en los últimos cuatro años. La evolución positiva de la industria de ventas mayoristas, ha dado como resultado una participación cada vez mayor de la Companhia Brasileira de Distribuicao en este segmento, llegando al 46.4% sobre el total de ventas de GPA en 2018.

El buen comportamiento del formato “Cash & Carry” (ventas al por mayor) operado por “Assaí” se ve explicado en gran medida por el contexto económico actual de Brasil, donde el formato de descuento ha logrado capitalizar la oportunidad de satisfacer no solo a microempresas, sino también clientes sensibles a variaciones considerables en los precios. La participación de mercado de Assaí en Brasil alcanzó un 29%, creciendo notablemente su participación de 18.5% en 2013. Adicionalmente, la marca ha sido efectiva con su estrategia de retención de clientes ofreciendo productos complementarios como la tarjeta de crédito personal lanzada en el 2017, la cual ofrece a sus clientes descuentos significativos en actividades recreativas como cine, teatro y conciertos.

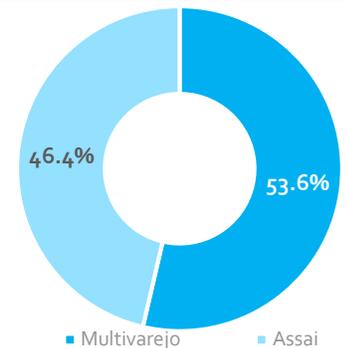
Teniendo en cuenta el crecimiento promedio nominal del negocio por encima del 20%, y la constante apertura de nuevas tiendas, mientras ha logrado mantener un incremento en ventas mismos-metros del 8%, dentro del periodo de proyección

Gráfica 12. Estado de resultados GPA



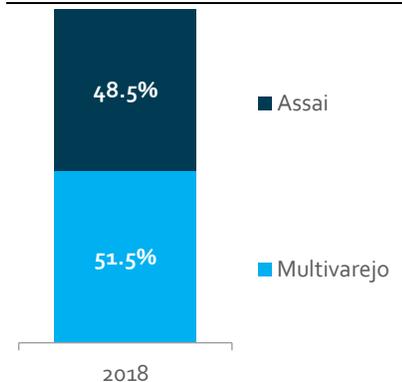
Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana. BRL mm.

Gráfica 13. Ingresos por producto GPA



Fuente: GPA. Construcción: Corficolombiana. Cifras al 2018.

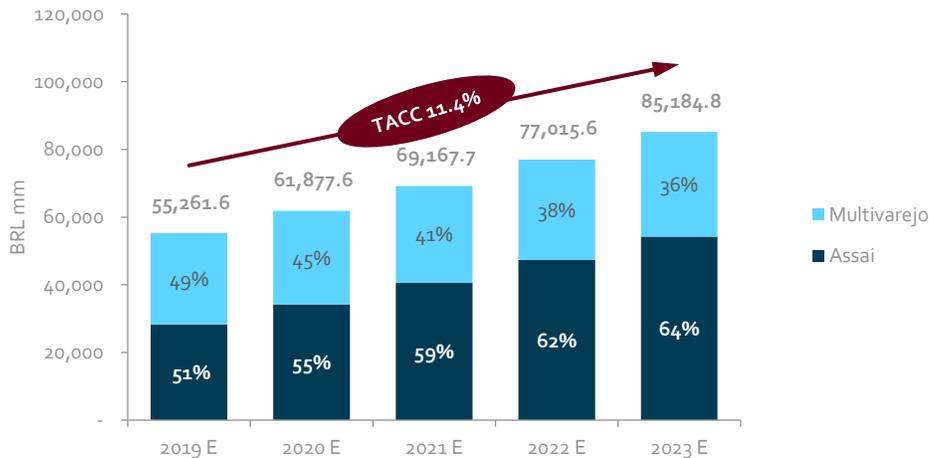
Gráfica 14. EBITDA por segmento GPA



Fuente: GPA. Cálculos: Corficolombiana.

explicito, normalizamos el crecimiento a una tasa anual de crecimiento compuesta a cinco años de 13.9%. Como crecimiento a perpetuidad utilizamos el PIB nominal proyectado de Brasil. Sin esta normalización, el precio sería mucho más alto.

Gráfica 15. Evolución ventas GPA

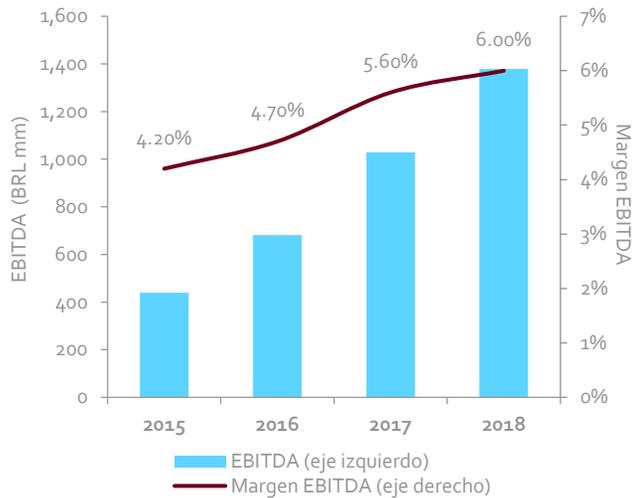


Fuente: Cálculos: Corficolombiana

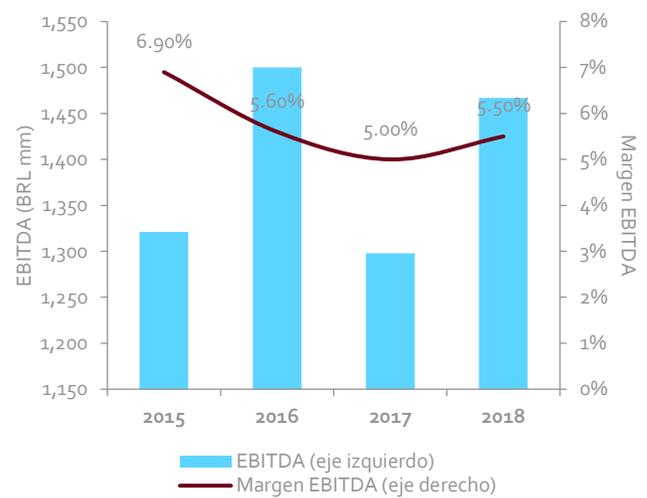
Multivarejo

El segmento de ventas minoristas de comida operado bajo la marca Multivarejo refleja la contracción del consumo en Brasil como consecuencia del difícil periodo económico que atraviesa el país, que en todo caso viene dando muestras de recuperación. En este sentido, las ventas que se encontraban estancadas en 2017 crecieron 1.1% en 2018 explicadas principalmente por el efecto estacional de la copa del mundo y en línea con el crecimiento de la economía en Brasil en 2018 (1.1%).

A mediano plazo la empresa espera aprovechar un mayor dinamismo en la actividad económica del país. En línea con esto, el FMI espera un crecimiento del PIB en 2020 en Brasil del orden de 2.5% real. Sumado a esto, GPA plantea una estrategia de optimización de procesos, expansión de estrategias digitales y ampliación de categorías para incrementar los márgenes y acelerar la recuperación del sector. Con respecto a nuestra valoración, proyectamos una recuperación gradual del sector estimando una tasa anual de crecimiento compuesta a cinco años de 2.8%.

Gráfica 16. Assaí – Evolución EBITDA

Fuente: GPA. Construcción: Corficolombiana.

Gráfica 17. Multivarejo – Evolución EBITDA

Fuente: GPA. Construcción: Corficolombiana.

Almacenes Éxito – Colombia

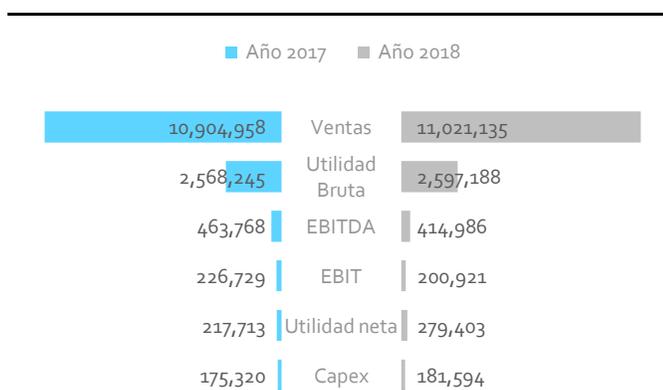
La evolución de ventas en Colombia comienza a dar señales de recuperación, después de que las ventas mismos-metros decrecieron a una tasa de 4.15% t/t en promedio desde el 3Q17 hasta el 2Q18. A partir del tercer trimestre de 2018, el crecimiento en ventas mismos-metros entró nuevamente en terreno positivo apalancado principalmente por el buen desempeño del modelo *fresh market* en Carulla y una recuperación sustancial de la marca Éxito.

Por otro lado, el segmento de negocio de descuento (*hard discount*) con el cual grupo Éxito participa con las marcas Surtimax & Super Inter aun no logra despegar, evidenciado en una contracción en ventas mismos-metros al cierre de 2018 de 8.8% a/a (nominal). Sin embargo, es importante aclarar que este segmento de negocio representó tan solo un 5.0 % de las ventas de Almacenes Éxito en 2018.

En cuanto a los resultados operacionales destacamos dos aspectos fundamentales que empezaron a generar presión sobre los márgenes en el primer semestre de 2019: 1) el alza en el aumento del salario mínimo de 2018, y 2) el aumento en gastos de inversión en transformación digital donde la mayoría de estos se están contabilizando como OPEX y no CAPEX (el 100% de la inversión se está llevando al gasto del periodo). Así las cosas, el margen bruto se contrajo 49 pbs, el EBIT 32 pbs y el EBITDA recurrente 29 pbs en el primer semestre de 2019 con respecto al primer semestre del 2018, a pesar de un crecimiento en ventas por el orden del 3%. Resaltamos que el mayor gasto en 1T19 y 2T19, deberá generar beneficios futuros a este segmento, tratándose de inversión (a pesar de registrarse como OPEX).

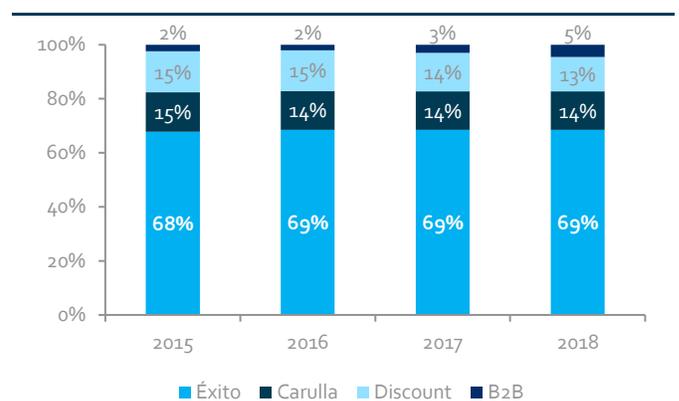
Es importante destacar el repunte de la economía colombiana, en particular, esperamos un crecimiento de 2.5% a/a real en 2018, a 3.2% a/a y 3.1% a/a en 2019 y 2020 respectivamente. Dado el menor ritmo de crecimiento esperado en el consumo para 2020, seguramente las ventas en los segmentos más competitivos vía precio, podrán verse beneficiados. Así mismo, según el Dane el crecimiento año corrido en ventas minoristas en Colombia fue de 4.9% a junio de 2019. En este sentido de acuerdo con las estrategias planteadas por Grupo Éxito en cuanto a innovación, transformación digital y la apertura de nuevas tiendas bajo el formato de ventas al por mayor con Súper Mayorista, así como la recuperación en ventas mismos-metros en Éxito y Carulla, proyectamos una tasa anual de crecimiento compuesta para el periodo de proyección explícito de 4.3% nominal.

Gráfica 18. Almacenes Éxito – resultados operativos



Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana. COP mm.

Gráfica 19. Almacenes Éxito – distribución de las ventas



Fuente: GPA. Construcción: Corficolombiana.

Libertad – Argentina

El EBITDA recurrente del primer semestre del 2019 presentó una variación negativa de 59.9% respecto al año anterior. Adicionalmente, resaltamos que la economía argentina continúa en un proceso de deterioro y después de 4 años de la transacción, la gran promesa del negocio potencial no se ha cumplido.

Este difícil entorno económico en Argentina, sumado a la fuerte devaluación de la tasa de cambio, ha dado como resultado una presión en los márgenes de Libertad y se proyecta que las ventas se contraigan aún más durante los próximos seis meses.

Disco & Devoto – Uruguay

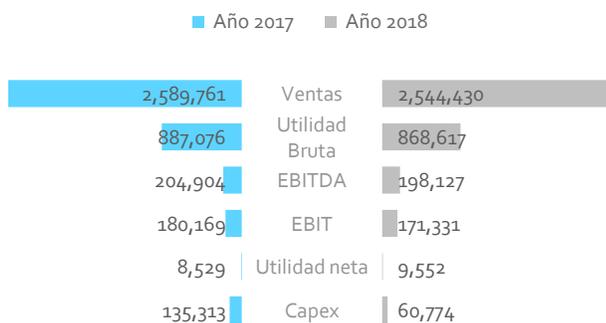
Con respecto a Uruguay, el país se encuentra estancado explicado por el consumo, en particular por la falta de crecimiento del salario real. Así mismo, sobresale el pobre desempeño de la inversión, donde al igual que en Colombia, esta dependerá de la reactivación de la construcción (resaltando las obras de infraestructura).

Sumado a esto, la devaluación de la moneda puede profundizarse aún más, debido al riesgo de contagio de la crisis argentina actual. En este sentido, el fondo monetario internacional advierte un crecimiento débil de 1.9% en 2019 real.

Pese al contexto económico actual en Uruguay, las compañías Devoto & Disco sorprendieron positivamente por el desempeño de sus márgenes. Destacamos la estrategia de implementación del modelo de *fresh Market* (Ejemplo de Colombia) en 6 tiendas, sumado al buen desempeño del formato *express* en 2018 y un crecimiento en ventas mismo metros de 4% en moneda local. Para el cierre de 2018 la compañía reportó ventas por COP 2.5 bn, un EBITDA recurrente de COP 198,127 mm, y un margen EBITDA de 7.7%. Los resultados operacionales se vieron opacados en particular por un menor dinamismo en el turismo como consecuencia de la situación económica de Argentina y Brasil, países de los que proviene la mayor parte del turismo uruguayo.

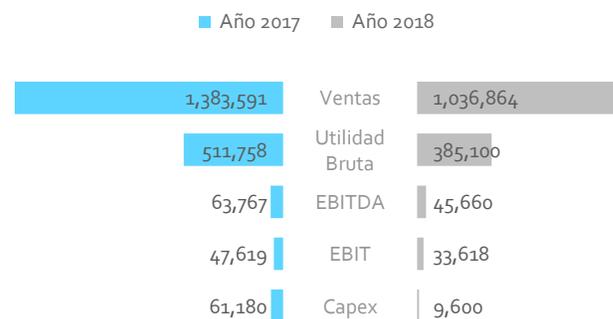
En lo que respecta a 2019, los gastos operativos disminuyeron en 0.5% con respecto al primer semestre de 2018, sin embargo, el margen EBITDA se contrajo en 39 pbs respecto al mismo periodo en 2018, como resultado de menores ventas por efecto en tasa de cambio. El FMI proyecta un crecimiento en 2020 y 2021 del 3% real.

Gráfica 20. Disco & Devoto – resultados operativos



Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana. COP mm.

Gráfica 21. Libertad – Resultados operativos



Fuente: GPA. Construcción: Corficolombiana. COP mm.

Aporte de cada país

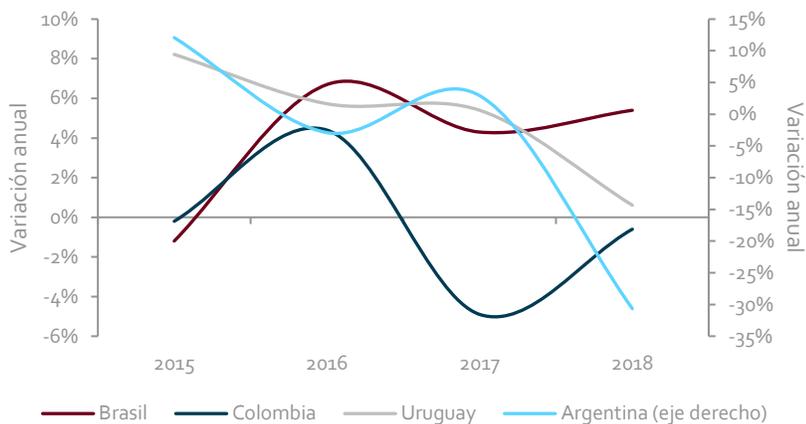
PIB y ventas, diversificación

- La apuesta por reorientar las inversiones hacia Colombia se podrían sustentar en unas perspectivas de crecimiento de largo plazo del país superiores al promedio de la región.
- El crecimiento de las ventas en Argentina refleja una asociación directa con el ritmo de crecimiento de su economía, magnificado en periodos de decrecimiento, especialmente acentuado durante 2018. En el caso de Brasil, también se observa la asociación directa, si bien la explicación puede obedecer a la relevancia creciente de la línea "Assaí". Finalmente, en Uruguay no hay una asociación evidente entre

las ventas y el crecimiento del país, y las ventas oscilan su crecimiento alrededor de 0% (Gráfica 21). Ahora bien, en Uruguay hay una desaceleración en el crecimiento de las ventas, que nos hace pensar en un límite próximo a la mejora en el desempeño de la utilidad neta en ese país.

- Nuestra conclusión respecto al desempeño de las ventas durante los últimos tres años es que el futuro está en nuevas líneas de negocio como el *hard discount*, y la versión brasilera de *cash & carry*, y las líneas *premium*.
- Asimismo, el desempeño del negocio no se puede clasificar como “defensivo”, especialmente en Argentina, y la continuación del buen desempeño reciente de Uruguay -producto de una mejora en márgenes-, requiere de un mayor crecimiento económico. Esto corrobora que la apuesta de negocio debe ir más allá de la historia de crecimiento de la región y enfocarse en las líneas de negocio.

Gráfica 22. Crecimiento ventas mismos-metros



Fuente. Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana

Cambios en el Capital de Trabajo

Almacenes Éxito gestiona el capital de trabajo de forma eficiente teniendo en cuenta que los tiempos de cobro de cartera son bajos (aproximadamente 3 días), provisiona aproximadamente el 10% de las cuentas por cobrar, mantiene una rotación de inventarios de 7 veces y paga a sus proveedores en promedio a 110 días. No obstante, como mencionamos en la inicialización de cobertura, consideramos que el número de días de pago a proveedores no es sostenible a largo plazo.

En esta línea, resulta preocupante que Almacenes Éxito continúe apalancando su flujo de caja operativo con cuentas por pagar para compensar una salida de efectivo considerablemente alta por costo de deuda (COP 542,552 mm en 2018). El ajuste positivo en efectivo en el flujo de caja operativo por el incremento en cuentas por

pagar comerciales en 2017 y 2018 fue de COP 377,578 mm y COP 254,625 mm respectivamente.

Para efectos de la valoración de Almacenes Éxito en 2018 teníamos un escenario ácido donde ajustábamos los días de pago a 85 días, reflejando un cambio neto en capital de trabajo negativo en los cinco años de proyección explícita. Para el ejercicio de valoración actualizado ajustamos los días de pago a comerciales a 91 días reduciendo gradualmente el pasivo sin afectar abruptamente el flujo de caja operativo.

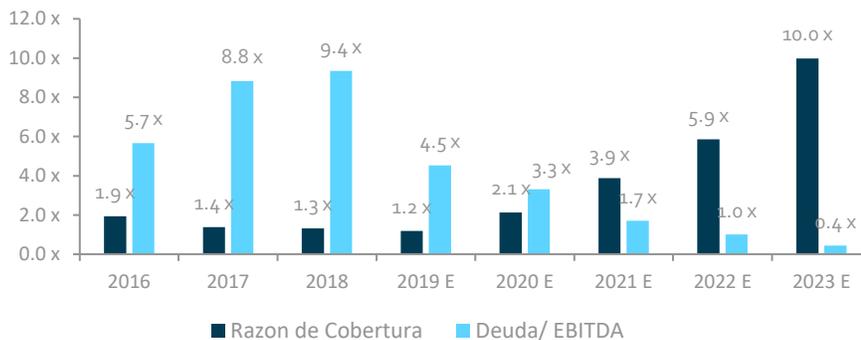
Por otro lado, de implementarse el proyecto de ley “Ley de pago a plazos justos”, el cual busca que las empresas paguen sus facturas en un plazo máximo de 60 días, Grupo Éxito se vería afectado significativamente si se tiene en cuenta que ha estado financiándose con sus proveedores en los últimos cuatro años. Sin contar con la caja producto de vender GPA, la pérdida porcentual en el valor patrimonial de la actual Almacenes Éxito de pasar de 91 a 60 días en el pago a los proveedores es de 36.7%.

Valoración de la nueva Grupo Éxito

Valoración con la operación

De materializarse la compra de Segisor por parte de grupo Casino a un precio de BRL 95.5/acción (BRL 113/acción por GPA) después de sustraer la operación de deuda de EUR 200 mm, Grupo Éxito recibiría aproximadamente COP 3.95 bn en efectivo. **La entrada adicional de efectivo por venta de activos configuraría un nuevo Grupo Éxito por lo cual, para efectos de nuestra valoración, realizamos supuestos adicionales para el tratamiento de la caja acumulada tomando como base principal el desapalancamiento de la compañía al prepagar COP 1.5 bn del saldo de la deuda.**

Gráfica 24. Almacenes Éxito – nivel de apalancamiento

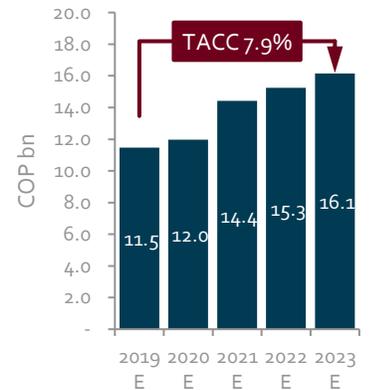


Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana

Bajo este escenario, Almacenes Éxito mejoraría el nivel de apalancamiento reflejado en un indicador Deuda/EBITDA (3.32 x) más saludable, así como una razón de cobertura mucho mayor (2.12 x) en 2020. Adicionalmente un menor pago de intereses por menor endeudamiento incrementaría el nivel de caja de la operación, abriendo la posibilidad de realizar una adquisición y crecer orgánica o inorgánicamente.

En nuestro modelo, representamos estas inversiones a partir de una adquisición (crecimiento inorgánico) en 2020, con supuestos de desempeño y valoración razonables. Modelamos la adquisición de un negocio nuevo con un múltiplo de valoración "Precio de la acción sobre ventas" (P/S) similar al múltiplo de transacción de Almacenes Éxito (0.57x), usando como referencia el precio ofertado en la OPA de COP 18,000/acción. Como consecuencia, el crecimiento inorgánico se materializaría en 2021 al realizar una inversión de aproximadamente COP 1.0 bn en 2020 generando un crecimiento nominal anual en ventas de 20.0 % en 2021.

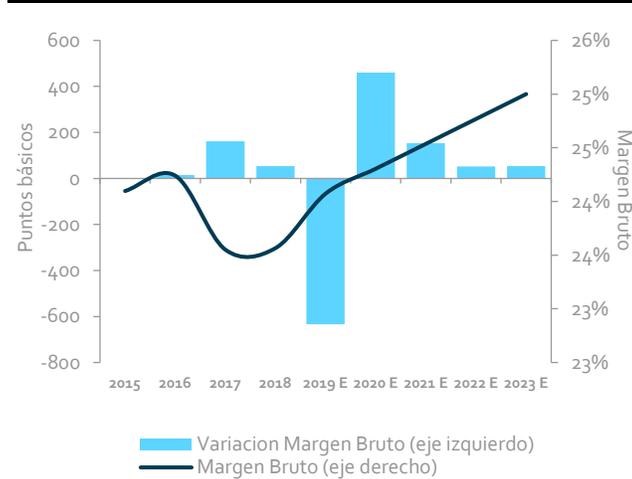
Gráfica 23. Estimación ventas Almacenes Éxito



Fuente: Cálculos: Corficolombiana. COP bn.

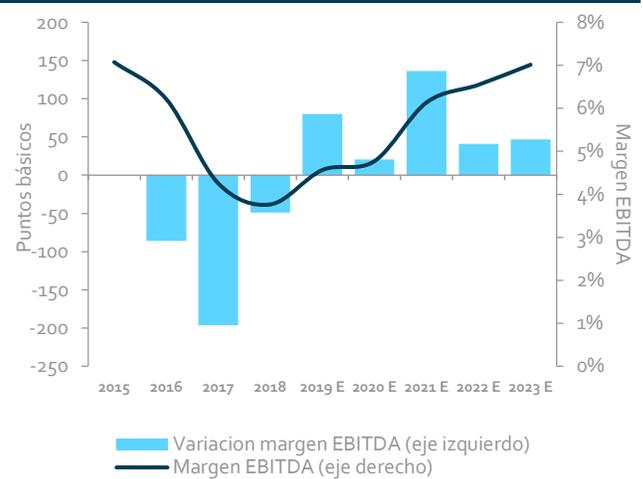
En este sentido, procedimos a realizar la valoración por suma de partes donde la valoración del “Nuevo” Almacenes Éxito se realizó a través del método de Flujo de Caja Descontado o DCF (por sus siglas en inglés). En este caso continuamos con los supuestos de valoración sin cambios significativos, exceptuando el costo de la deuda como se hizo mención en el primer capítulo. Asimismo, asumimos un crecimiento en perpetuidad en línea con la inflación más un *spread* adicional resultado del crecimiento inorgánico en 2021. Bajo este escenario consideramos una tasa de crecimiento anual compuesta durante el periodo de proyección explícito de 7.9% (Gráfica 22). En consecuencia, el valor total patrimonial de Almacenes Éxito vendiendo a Segisor es de COP 7.11 bn.

Gráfica 25. Almacenes Éxito – Margen Bruto



Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana.

Gráfica 26. Almacenes Éxito – Margen EBITDA



Fuente: GPA. Construcción: Corficolombiana.

Tabla 1. Supuestos de Valoración

Almacenes Éxito	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Crecimiento Ventas	4.00%	4.50%	20.37%	5.80%	5.80%
Margen Bruto	24.07%	24.30%	24.54%	24.77%	25.00%
Capex (\$ mm COP)	183,391.69	1,197,776.95	230,677.99	244,068.41	258,236.11
Rolling WACC	11.16%	11.22%	11.25%	11.20%	11.15%
Crecimiento (g %) Perpetuidad					3.50%

Fuente. Cálculos: Corficolombiana

En cuanto a las operaciones en Uruguay y Argentina continuamos utilizando el método de valoración relativa mediante múltiplos comparables. En este caso utilizamos el múltiplo Precio/Ventas toda vez que no tenemos información completa de los estados financieros de estos países. De esta manera, estimamos que Uruguay y Argentina aportan COP 1.1 bn y COP 0.5 bn respectivamente al valor patrimonial de Grupo Éxito.

Tabla 2. Resumen valoración "nueva" Grupo Éxito

Empresa	País	Valoración	Equity Value	Participación Económica	Valor Participación (Equity Value)
Almacenes Éxito	Colombia	FCD (DCF)	7.1bn	100.00%	7.11 bn
Devoto	Uruguay	Comparables	0.8bn	100.00%	0.78 bn
Disco	Uruguay	Comparables	0.5bn	62.49%	0.33 bn
Libertad	Argentina	Comparables	0.5bn	100.00%	0.50 bn
Valor patrimonial Grupo éxito					8.71 bn
Acciones en circulación (millones)					447.60
Precio Objetivo/ acción					\$19,465.91

Fuente. Cálculos: Corficolombiana

Revisión de otros elementos de cara a la OPA – retorno de la inversión

Llorar sobre mojado

Dado que GPA se compró en 2015 a 96,5 BRL por acción y teniendo en cuenta el potencial de crecimiento de la compañía, un precio de salida de 95,5 BRL por acción después de sustraer EUR 200 mm de deuda, resulta en un pésimo negocio. Modelado como un proyecto de inversión cualquiera, la TIR de este proyecto sería (-0.6%) y el *Cash-on-Cash* yield¹ de 0.98x, reflejando una recuperación en la inversión de tan solo el 94%. En caso de que estas métricas se ajustaran con la salida en efectivo por pago de intereses y la amortización de la deuda contraída, los resultados serían aún más preocupantes.

Tabla 3. Análisis de retorno de la inversión

Retorno	
TIR	-0.6%
Cash-on-cash Yield	0.98x

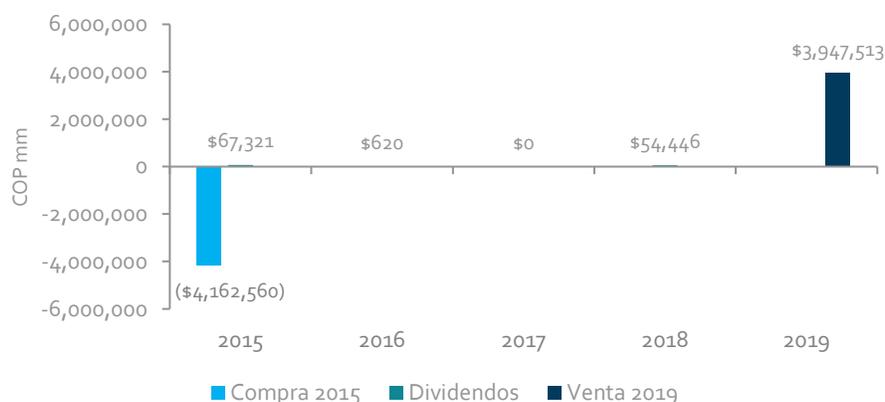
Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 4. Múltiplo EBITDA transacción Segisor

Oferta por GPA (Segisor) 2019	
EBITDA LTM (BRL mm)	\$2.749,0
Oferta por acción (BRL)	95.5
Múltiplo EBITDA	9.84 x

Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana

Gráfica 27. Flujo de caja adquisición GPA en 2015



Fuente. Cálculos: Corficolombiana

¹ Cash-on-Cash yield: retorno si tener en cuenta el valor del dinero en el tiempo. Un indicador menor a cero (< 0) indica que no se recuperó ni siquiera el capital invertido

Misma controlante con los mismos problemas

Es importante aclarar que dentro de la oferta pública de adquisición por el 100% de las acciones de Grupo Éxito no está sujeta a la restricción de “todo o nada”. En la OPA lanzada por GPA a un precio de COP 18,000/acción, Grupo Casino se compromete a vender el 55.3% de la participación económica que posee en Grupo Éxito a su filial GPA, en la cual posee actualmente el 33.14% de participación (4.1% directa y 29.04% indirectamente).

En este sentido el valor neto recibido por Grupo Casino por la venta de su participación en Grupo Éxito corresponde al 66.86% del valor, pues de los COP 4.45 bn que cuestan los 247 millones de acciones ordinarias de Grupo Casino (sobre Grupo Éxito), recibiría solamente COP 2.98 bn. Adicionalmente, cerrada la transacción por la compra del 50% en Segisor, Grupo Casino tendría una salida de efectivo de aproximadamente COP 3.97 bn dando como resultado un neto negativo de COP 0.96 bn.

Por otro lado, luego del cierre de la venta del 18.7% de participación en GPA a Grupo Casino y después de la adjudicación de la OPA, asumiendo como mínimo la venta del 55.3% de participación de Grupo Éxito, al final de la jornada Grupo Casino terminaría con un aumento significativo en su participación económica en GPA. De esta forma, Grupo Casino incrementaría su participación en 8.36% a 41.5% en GPA y disminuiría su participación en Grupo Éxito en 32.35% a 22.95%.

Por estas razones, luego de finalizar la simplificación de su estructura corporativa en Latinoamérica, Grupo Casino terminaría con una reducción en el valor de mercado de sus participaciones en aproximadamente COP 0.84 bn. Sin embargo, de lograr tan solo una apreciación en el valor de la acción en GPA por encima de 105 BRL/acción y en Grupo Éxito por encima de los COP 18,000 vería realizada una ganancia que sería únicamente monetizada a través de una venta posterior.

A continuación, sensibilizamos el precio de la acción de Grupo Éxito y GPA con respecto a la ganancia neta por apreciación en el valor de sus activos.

Tabla 5. Cambio en el patrimonio de Casino en función de los precios de la nueva Grupo Éxito y GPA

	Precio GPA (BRL)				
	77.4	86.0	95.5	105.1	115.6
Precio Éxito (COP)					
14,580	(2,857,725)	(2,069,366)	(1,193,412)	(317,458)	646,092
16,200	(2,691,314)	(1,902,955)	(1,027,001)	(151,047)	812,503
18,000	(2,506,413)	(1,718,054)	(842,100)	33,855	997,404
19,800	(2,321,511)	(1,533,152)	(657,198)	218,756	1,182,305
21,780	(2,118,120)	(1,329,761)	(453,807)	422,147	1,385,697

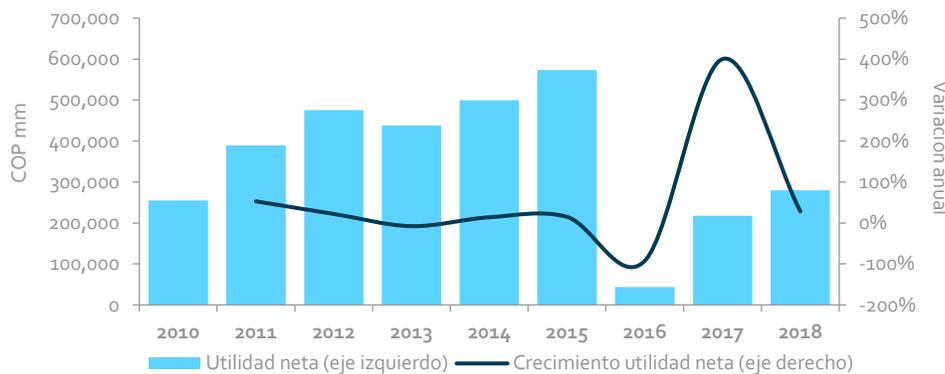
Fuente: Cálculos: Corficolombiana

La conclusión acá es que el negocio planteado resulta en un beneficio para Grupo Casino a partir de leves mejoras en GPA. No es un negocio cuyo desempeño se base tanto en Colombia sino en lo que pase con Brasil.

Comportamiento de la acción

Antes de la compra del 18.7% de participación económica de GPA en 2015, Grupo Éxito logro utilidades netas de COP 475,305 mm, COP 438,407 mm, COP 499,430 mm y COP 573,495 mm en 2012, 2013, 2014 y 2015 respectivamente. En este sentido, como consecuencia de los buenos resultados operativos y financieros de la compañía durante estos 4 años, Grupo Éxito logró acumular efectivo y equivalentes por el orden de COP 2.95 bn en 2014, consecuentemente, durante estos años, el desempeño de la acción fue el mejor teniendo en cuenta que alcanzo un precio de COP 33,200 en 2014.

Gráfica 29. Evolución utilidad neta Grupo Éxito

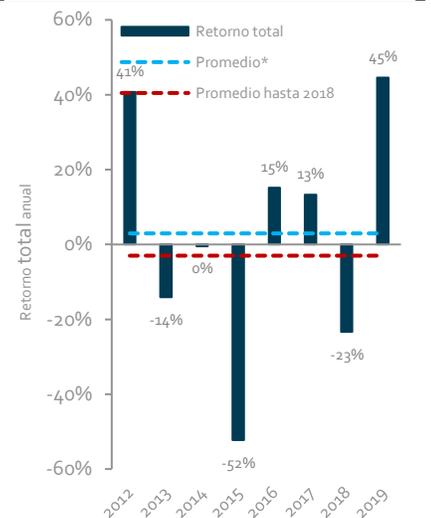


Fuente: Capital IQ. Construcción: Corficolombiana

De tal forma, que los mercados se encontraban a la expectativa de una posible estrategia de crecimiento inorgánico que diera como resultado una mejora en la estructura de capital de la compañía, así como una estrategia eficiente de crecimiento a través de la adquisición de un negocio rentable. Así fue como, por decisión de su controlante, Grupo Éxito realizó la compra del 18.7% en GPA y el 100% de Libertad donde apporto no solo una parte de la caja acumulada a la transacción, sino también le fue necesario requerir de deuda por el orden de COP 4.6 bn lo cual llevo a la compañía a alcanzar un indicador de Deuda/ EBITDA de más de seis veces.

Después de la compra en 2015 y de llevar a la compañía a un nivel de estrés financiero alto, la acción cerró el año 2015 a COP 13.500 lo que representó el nivel más bajo registrado entre 2010 y 2015. Adicionalmente incluyendo los dividendos por acción repartidos en 2015 de COP 435.7/acción, da como resultado que la acción se desvalorizó 52.3%. Sumado a esto, la utilidad neta en 2016 presentó una disminución de 92.4% respecto a 2015. **Así mismo, insistimos en que después de cuatro años, la compañía no ha logrado recuperar el nivel de utilidades registrados antes de la transacción, lo que se ha reflejado en el precio por acción**

Gráfica 28. Retorno total de la acción

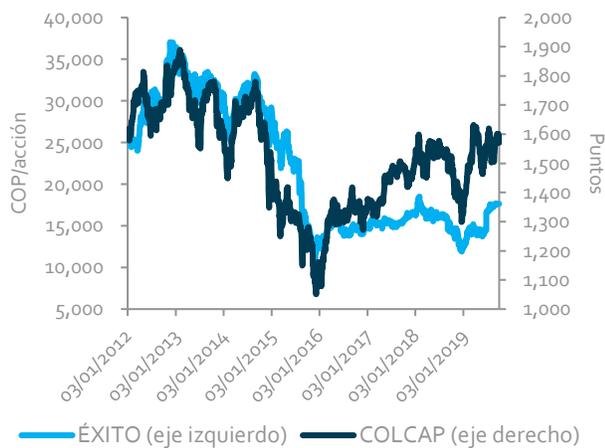


Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana.

de la compañía durante estos años, precio que también ha sido afectado por temas de gobierno corporativo.

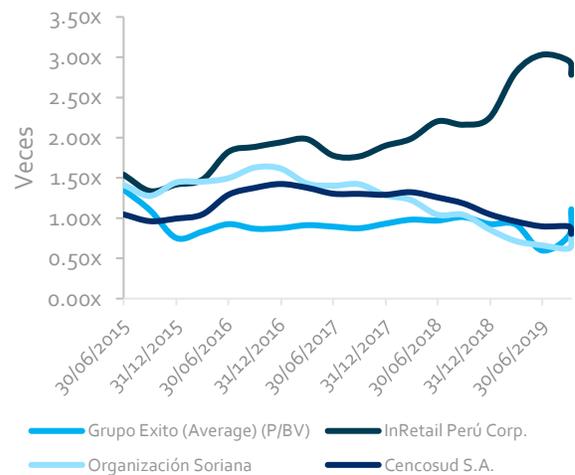
De cara a la oferta pública de adquisición por parte de GPA a un precio por acción de COP 18,000, los accionistas minoritarios, que adquirieron sus acciones durante la emisión de 2011 a COP 21.900 o posteriormente a un precio más alto, verán en el mejor de los casos una pérdida limitada en sus inversiones. Más preocupante aun, la compañía no ha logrado establecer un modelo de negocio rentable después de la adquisición, que lograra capitalizar las sinergias entre los diferentes países. En consecuencia, el precio de la acción desde entonces se ha encontrado por debajo de los COP 18,000.

Gráfica 30. Precio por acción de Grupo Éxito



Fuente: Bloomberg. Construcción: Corficolombiana.

Gráfica 31. Múltiplo P/BV (Promedio)



Fuente: GPA. Construcción: Corficolombiana.

Respecto a sus pares, tomando como referencia el múltiplo histórico P/BV, Grupo Éxito contaba con un múltiplo similar al de sus comparables (ver gráfica 31) en 2015. Posterior al año 2015, el múltiplo se mantuvo por debajo explicado por la caída en el precio de la acción a raíz del deterioro de los fundamentales de la empresa, en especial, su indicador de endeudamiento, cobertura y disminución significativa en las utilidades netas.

Conclusión: El futuro es Brasil

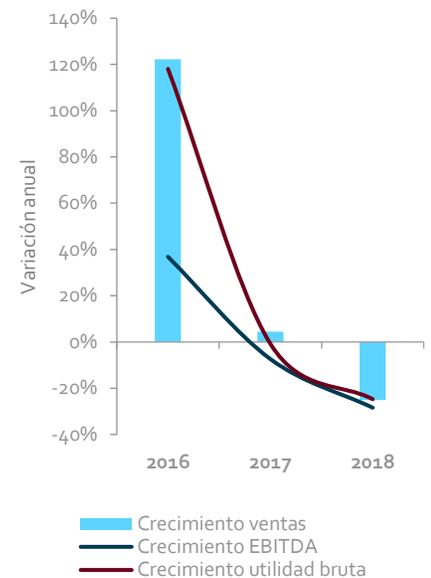
Enfatizamos el hecho de que nuestra valoración por suma de partes, que arroja un precio superior a los COP 18,000 acción, que será ofrecido por GPA en la OPA, depende por completo de la entrada de recursos por la venta de GPA, así como de el prepago de la deuda (40% de la caja recibida) y la juiciosa y acertada utilización del Capex. Sin este evento, nuestro precio para la acción de Grupo Éxito sería mucho menor y generaría una recomendación de venta bajo las condiciones de mercado actuales.

Tal como mencionamos en el capítulo de deuda, Grupo Casino se encuentra supremamente apalancado y con el fin de dar cumplimiento al pago mandatorio de deuda el grupo se comprometió con sus accionistas y acreedores a un plan de desinversión de activos por un monto de EUR 2,500 mm de los cuales ya tiene acuerdos de venta por EUR 2,100 mm. El grupo espera completar dicha ronda de desinversión antes del segundo trimestre de 2020. Más recientemente, el 20 de agosto, el Grupo Casino anunció la decisión de la junta directiva de la venta adicional de activos por un valor de EUR 2,000 mm para lo cual espera completar dichas transacciones antes del segundo semestre del 2021.

De esta forma, evaluamos que las decisiones recientes de Grupo Casino, más allá de querer simplificar su estructura corporativa en Latinoamérica, corresponden a una posible intención de salir de alguna de sus operaciones en Latinoamérica e incluirlas dentro de los EUR 2,000 mm del plan de venta de activos ya anunciado. En particular, consideramos que Grupo Casino mantendría el activo en Brasil como consecuencia de los buenos resultados que este negocio ha venido mostrando, su proyección, y la sólida generación de caja que le provee. Por otro lado, el pobre crecimiento de sus negocios fuera de Brasil, sumado a expectativas de crecimiento económico moderado para la región, debería resultar en más enajenaciones, donde estaría sobre la mesa todo excepto Brasil.

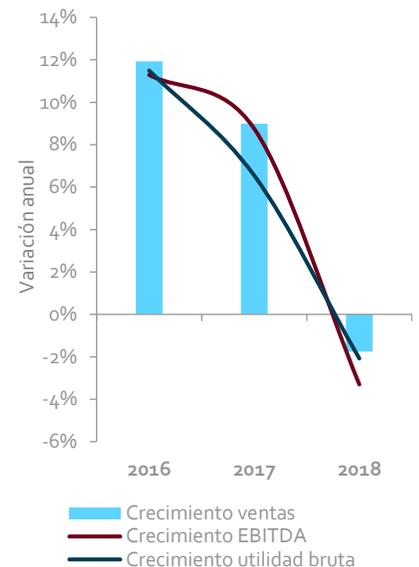
Por otro lado, como vimos atrás, el beneficio de Grupo Casino depende mucho más de la valoración de GPA que de Grupo Éxito y el potencial de crecimiento de GPA con su nueva estrategia de negocios apalancada en *Cash & Carry* implica un potencial de valoración alto que podría superar fácilmente el precio (Tabla 5).

Gráfica 32. Libertad – Evolución ventas, EBITDA y Utilidad bruta



Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana.

Gráfica 33. Disco & Devoto – Evolución ventas, EBITDA y Utilidad bruta



Fuente: Grupo Éxito. Construcción: Corficolombiana.

Actualización de la valoración “antigua” Grupo Éxito

Valoración sin la operación

Del mismo modo, procedimos a actualizar el precio objetivo a un año bajo el escenario de que no se realiza la operación de venta de la participación que Grupo Éxito posee en GPA. En resumen, bajo este escenario consideramos que Colombia continua con un problema de endeudamiento que le restringe su capacidad de inversión. En este sentido, realizamos nuevamente la valoración por suma de partes visto que Grupo Éxito consolida el 100% de las operaciones donde opera, no obstante, solo cuenta con el 18,7% de participación económica en GPA.

Almacenes Éxito – Colombia

Dentro del análisis, valoramos almacenes Éxito bajo el método de descuento del flujo de caja de la firma, y teniendo como supuesto base el cumplimiento del pago mandatorio de la deuda, así como el manteniendo de un nivel de caja mínima correspondiente a 60 de días de operación. En particular, como advertimos en nuestro documento de cobertura, Grupo Éxito tendría una capacidad limitada de inversión, en consecuencia, su potencial de crecimiento está restringido a su operación actual donde el crecimiento de ventas mismos-metros lucha por estar por encima de la inflación. De este modo, manteniendo un crecimiento a perpetuidad en línea con la inflación, almacenes Éxito tiene un valor fundamental de COP 0.95 bn.

Tabla 6. Supuestos de valoración antigua Grupo Éxito

Almacenes Éxito	2016	2017	2019 E	2020 E	2022 E	2023 E
Crecimiento Ventas	6.94%	(3.21%)	4.00%	4.50%	4.00%	4.00%
Margen Bruto	24.24%	23.55%	23.82%	23.94%	24.18%	24.30%
Capex (\$ mm COP)	508,501.00	175,320.00	183,391.69	191,644.31	207,282.49	215,573.79
Rolling WACC			11.23%	11.31%	11.42%	11.43%
Crecimiento (g %) Perpetuidad						3.00%

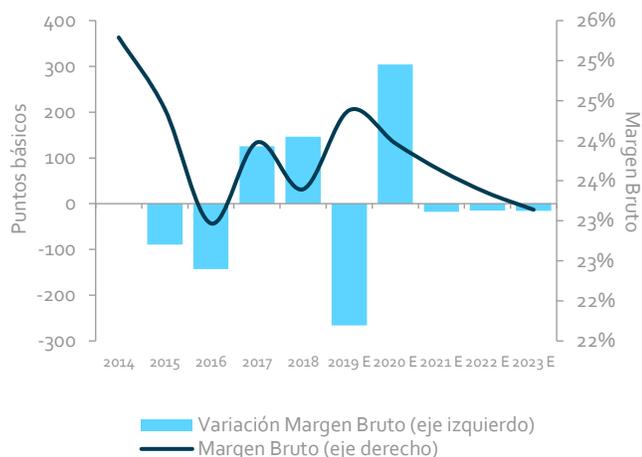
Fuente. Cálculos: Corficolombiana

GPA – Brasil

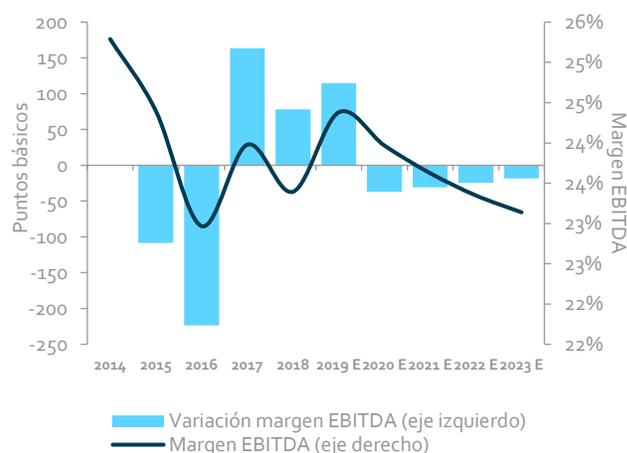
Por otra parte, GPA evidencia una realidad opuesta a Almacenes Éxito en cuanto el negocio de ventas al por mayor (*Cash & Carry*) con la marca Assai continua su senda de crecimiento en ventas mismo metros de alrededor de 200 pbs por encima de la inflación. En particular, valoramos las operaciones de Brasil bajo el método de flujo de caja descontado manteniendo un crecimiento a perpetuidad en línea con el PIB potencial de Brasil y un costo ponderado de capital estable durante el periodo de proyección explícito. En este sentido, con una tasa anual de crecimiento compuesto del 11% en ventas, el valor patrimonial de GPA es COP 22.32 bn, no obstante, el

valor patrimonial que GPA le aporta a Grupo éxito es COP 4.82 bn teniendo en cuenta que Grupo Éxito cuenta con una participación económica del 18,7% en GPA.

Gráfica 34. GPA – Margen Bruto



Gráfica 35. GPA – Margen EBITDA



Fuente: GPA. Cálculos: Corficolombiana.

Fuente: GPA. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 7. Valoración GPA

Empresa	País	Valoración	Enterprise Value	Equity Value
Companhia Brasileira de Distribuição (\$ mm BRL)	Brasil	FCD (DCF)	31,085	26,905
Valor patrimonial GPA				26,905
Acciones en circulación				266.84
Precio Objetivo (BRL)				\$100.8

Fuente. Cálculos Corficolombiana:

Tabla 8. Supuestos de valoración GPA

Almacenes Éxito	2016	2017	2019 E	2020 E	2022 E	2023 E
Crecimiento Ventas	6.94%	(3.21%)	4.00%	4.50%	4.00%	4.00%
Margen Bruto	24.24%	23.55%	23.82%	23.94%	24.18%	24.30%
Capex (\$ mm COP)	508,501.00	175,320.00	183,391.69	191,644.31	207,282.49	215,573.79
Rolling WACC			11.23%	11.31%	11.42%	11.43%
Crecimiento (g %) Perpetuidad						3.00%

Fuente. Cálculos: Corficolombiana

Disco, Devoto y Libertad

En este caso, el valor de las operaciones de Uruguay y Argentina no cambian con respecto al ejercicio de suma de partes del escenario de venta de Segisor.

Tabla 9. Resumen valoración antigua Grupo Éxito

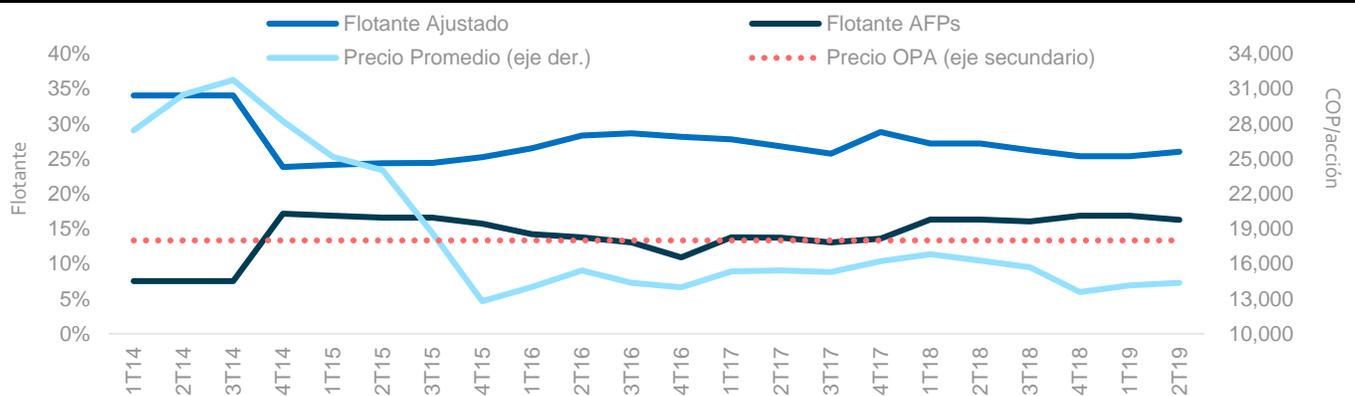
Empresa	País	Valoración	Equity Value	Participación Económica	Valor Participación (Equity Value)
Almacenes Éxito	Colombia	FCD (DCF)	0.98 bn	100.00%	0.98 bn
Companhia Brasileira de Distribuição	Brasil	FCD (DCF)	22.32 bn	18.70%	4.17 bn
Devoto	Uruguay	Comparables	0.78 bn	100.00%	0.78 bn
Disco	Uruguay	Comparables	0.52 bn	62.49%	0.33 bn
Libertad	Argentina	Comparables	0.50 bn	100.00%	0.50 bn
Valor patrimonial Grupo éxito					6.76 bn
Acciones en circulación (millones)					447.60
Precio Objetivo					\$15,102.62

Fuente. Cálculos: Corficolombiana

Conclusión y recomendación de participar

- Esta OPA no es el último paso, ni el más importante en la reestructuración corporativa de Grupo Casino, por lo que se espera una venta futura de Grupo Éxito. Sin embargo, no estimamos un incremento significativo en el valor de la acción a partir de los cambios que se realicen sobre Grupo Éxito en el mediano plazo (hasta cinco años), y como explicamos, para Grupo Casino, el resultado exitoso final de esta operación recae más en el desempeño de Brasil, que en el de Colombia, y deberá finiquitarse en un periodo relativamente corto.
- El riesgo de no participar está en la valorización futura de la acción, mientras que la participación implica una apuesta sobre el gobierno corporativo de Grupo Casino (controlante de GPA), una disminución en la liquidez de la acción, y en la influencia/relevancia de los minoritarios.
- El futuro desliste de la acción también es un riesgo, si bien no se trata de una OPA de desliste.
- **Adicionalmente, de acuerdo con nuestras cifras, un precio justo de COP 30,000/acción, cercano a los niveles de 2014, requeriría de un crecimiento promedio en ventas superior al 12% a/a durante los siguientes cinco años, y superior al 10% a/a para llegar a los COP 25,000, muy lejos del 1.6% a/a promedio del crecimiento en ventas nominales de Almacenes Éxito desde 2015.**
- Es claro que dentro de los tenedores actuales hay quienes compraron a niveles de precio muy superiores a los recientes y al precio de oferta, sin embargo, como se observa en la gráfica, posterior al *cash-out* realizado por Grupo Casino con Grupo Éxito (compra de GPA y Libertad por parte de Grupo Éxito a Grupo Casino), el incremento en el flotante de las AFPs, desde el 11% en 4T16 al 16% actual, corresponde a posiciones que arrojarían utilidades en caso de participar en la OPA.

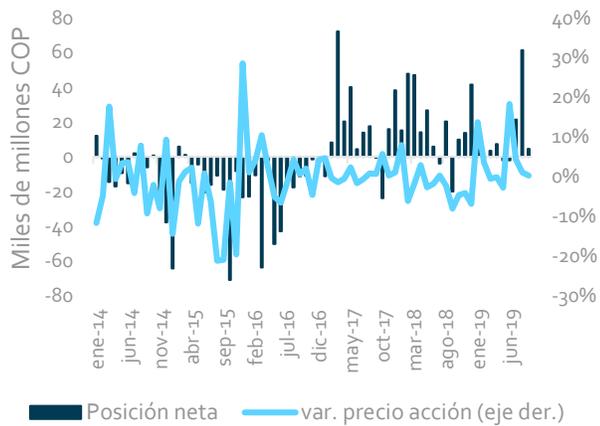
Gráfica 36. Evolución del flotante y precio de la acción Grupo Éxito



Fuente: BVC y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

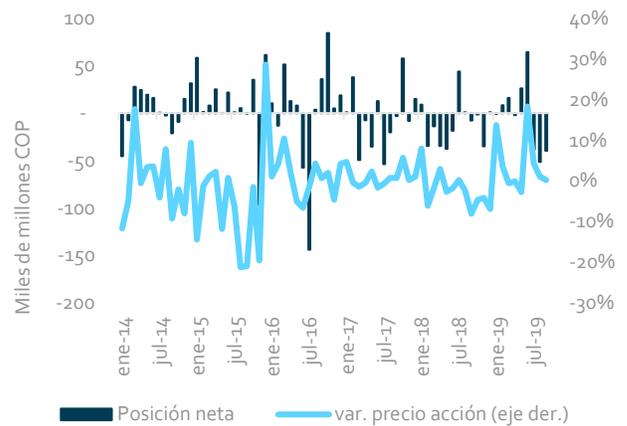
- Las variaciones del precio de la acción no presentan una relación directa con las posiciones de netas de los fondos de pensiones y extranjeros. El periodo durante el cual la posición neta de los fondos de pensiones presenta su mayor caída se da precisamente en el 2015 obedeciendo a la falta de credibilidad de los institucionales respecto al gobierno corporativo de su controlante Grupo Casino.

Gráfica 37. Posición neta AFPs respecto al precio de la acción



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana

Gráfica 38. Posición neta Extranjeros respecto al precio de la acción



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana

Anexo 1

Tabla 10. Empresas comparables sector retail

Comparables	País	Capitalización (USD mm)
Atacadão S.A. (BOVESPA:CRFB3)	Brasil	\$12,002
Cencosud S.A. (SNSE:CENCOSUD)	Chile	\$5,805
Organización Soriana, S. A. B. de C. V. (BMV:SORIANA B)	México	\$1,930
Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V. (BMV:KIMBER A)	México	\$6,421
Natura Cosméticos S.A. (BOVESPA:NATU3)	Brasil	\$6,520
Grupo Comercial Chedraui, S.A.B. de C.V. (BMV:CHDRAUI B)	México	\$1,485
InRetail Perú Corp. (BVL:INRETC1)	Perú	\$4,073
Raia Drogasil S.A. (BOVESPA:RADL3)	Brasil	\$7,315
SMU S.A. (SNSE:SMU)	Chile	\$1,489
Grupo Gigante, S. A. B. de C. V. (BMV:GIGANTE *)	México	\$1,697
Dimed S.A. Distribuidora de Medicamentos (BOVESPA:PNVL4)	Brasil	\$438
Sociedad Anónima Importadora y Exportadora de la Patagonia (BASE:PATA)	Argentina	\$285

Anexo 2

- 29 de mayo de 2019:** La entidad calificadora Standard & Poor's anuncio la reducción de la calificación crediticia de Casino, accionista controlante de Almacenes Éxito S.A., de BB- a B con perspectiva negativa.
- 26 de junio de 2019:** La junta directiva de GPA presento por recomendación de su accionista controlante, Grupo Casino, la formulación de una OPA por parte de GPA para adquirir la totalidad de las acciones de Almacenes Éxito. (comprando el 55% de participación que posee grupo Casino en Grupo Éxito)
- 24 de julio de 2019:** Casino emite la oferta condicionada para la adquisición de la participación indirecta de Éxito en GPA a través de Segisor por 109 BRL por acción. Dentro de esta oferta, y como paso siguiente, GPA lanza una oferta pública de adquisición en efectivo por la totalidad de Éxito a un precio de COP 18,000.
- 1 de agosto de 2019:** el Comité de Auditoria y Riesgos de Grupo Éxito da inicio al proceso de evaluación de la posible venta de la participación en GPA a 109 BRL por acción contratando a Inverlink como asesor financiero.
- 19 de agosto de 2019:** Éxito recibió por parte de Casino una oferta modificada para la adquisición de la totalidad de la participación indirecta de Éxito en GPA incrementando la oferta a 113 BRL por acción. Este cambio se da como

resultado del análisis preliminar realizado por el Comité de Riesgos y Auditoría de Grupo Éxito.

- **12 de septiembre:** Asamblea de accionistas de Grupo Éxito confieren autorización a junta directiva para toma de decisión con respecto a la venta de participación en GPA.
- **13 de septiembre:** Se firma acuerdo de compra venta entre Geant Internacional (filial de Casino) y Sendas Distribuidora (filial de GPA) por la venta del 55,3% de participación de Grupo Éxito a través de una OPA por el 100% de las acciones.
- **Actualización OPA:** Espera ante la publicación del instructivo de la OPA por parte de la Bolsa de Valores de Colombia.

Equipo de investigaciones económicas

José Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas.

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista Cambiario y Sectorial

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Nicolás Gracia Díaz

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.diaz@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Sergio Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Contactos Casa de Bolsa

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional

(+57-1) 6062100 Ext. 22843

alejandro.forero@casadebolsa.com.co

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional

(+57-1) 6062100 Ext. 22630

juan.serrano@casadebolsa.com

Alejandro Pieschacon

Director de Estrategia de Producto

(+57-1) 6062100 Ext. 22724

alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia

(+57-1) 6062100 Ext. 22622

juan.ballen@casadebolsa.com.co

Santiago Clavijo

Analista de Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 22814

santiago.clavijo@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente Estrategia de Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22619

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Juan Felipe D'luyz

Analista de Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22703

juan.dluyz@casadebolsa.com.co

Deisi Zharik Cañon

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 6062100 Ext. 22814

deisi.cañon@casadebolsa.com.co

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.