

Endeudamiento de Casino genera eco en acciones de Grupo Éxito

Incertidumbre por gobierno corporativo

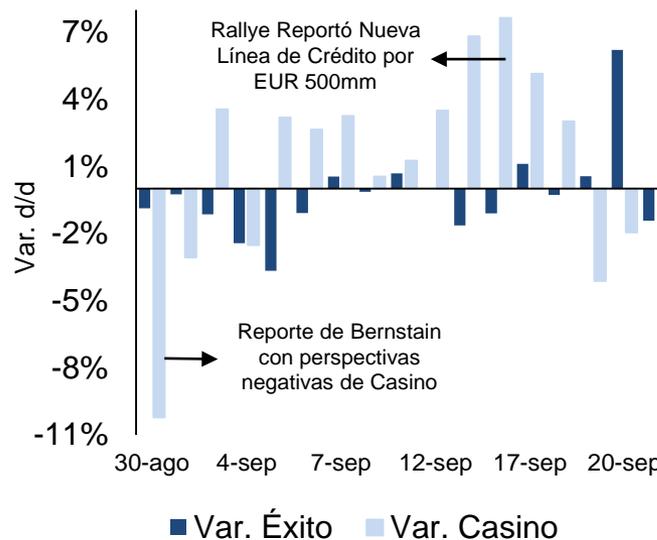


Creemos que cualquiera que sea la estrategia de Casino para disminuir su balance de deuda, esta tendrá consecuencias negativas para Grupo Éxito. De esta manera, continuamos sub-ponderando la acción como inversión estructural, siempre y cuando el precio de mercado se encuentre por encima de nuestro precio objetivo de COP 14,973 (ver [Inicio de Cobertura Grupo Éxito | Generación de Caja Comprometida](#)). Adicionalmente, vemos más tangible el riesgo de gobierno corporativo y la probabilidad de que una decisión de Casino impacte negativamente a los accionistas minoritarios de Grupo Éxito, razón por la cual creemos que mantener una posición en la especie, indiferentemente de los objetivos de inversión (estructural, estrategia de dividendos, estrategia corto-mediano plazo, etc), involucra mayor riesgo que potencial de valorización.

Adicionalmente, dado que no ha ocurrido ningún evento estructural sobre Grupo Éxito ni a nivel de sus subsidiarias (particularmente GPA), creemos que el comportamiento del emisor en el mercado de valores los últimos 30 días responde a las expectativas de los accionistas minoritarios y de las AFPs (quienes tienen el 12% de participación), de que se repita una decisión corporativa motivada por los intereses de un único accionista (Grupo Casino) y no por los intereses alineados de todos los *stakeholders* (ver [Entrega de Notas Grupo Éxito 2T18 I ¿Punto de inflexión en Colombia?](#)).

El precio de la acción de Grupo Éxito disminuyó continuamente desde el 30 de agosto del 2018, pasando de COP 16,000 por acción a un mínimo de COP 14,300 por acción el 17 de septiembre del 2018. Posteriormente, la acción se mantuvo en niveles bajos hasta el 21 de septiembre del 2018, cuando el la especie tuvo un rally que llevó al precio por acción nuevamente a los niveles de COP 15,400. Así las cosas, en un periodo de menos de 30 días, la acción tuvo un pérdida de valor de 10.63%, seguida por una recuperación de 7.69%.

Variación diaria acciones Éxito y Casino



Luis Miguel Alcega
Analista de Renta Variable II
(+571) 3538787 ext. 6194
luis.alcega@corficolombiana.com

Endeudamiento de Casino genera eco en acciones de Grupo Éxito



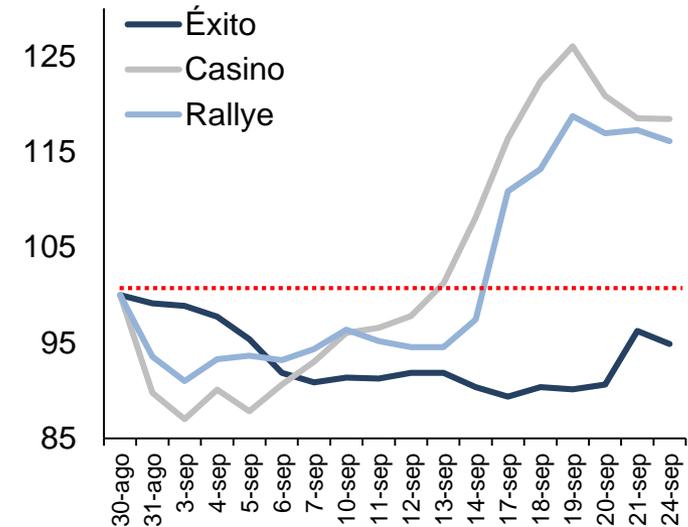
¿Qué ha ocurrido las últimas semanas?

La volatilidad que la acción ha enfrentado se relaciona en parte con el comportamiento de las acciones de su principal accionista, Grupo Casino, las cuales han sido afectadas por expectativas negativas sobre el flujo de caja libre de la compañía (expectativas fundamentadas en la actual estructura de capital de Grupo Casino y el servicio de su deuda), sumado a una mayor aversión al riesgo global que ha provocado una desvalorización generalizada en el Colcap. El precio por acción de Casino pasó de EUR 30.42 el 30 de agosto del 2018 hasta un mínimo de EUR 26.47 dos días después, para luego iniciar una recuperación paulatinamente hasta llegar a un precio por acción de EUR 38.34 el 19 de septiembre del 2018. El comportamiento negativo de los primeros días de septiembre de las acciones de Casino se explicó por una recomendación de sub-ponderación por parte de Bernstein, en línea con las expectativas negativas del mercado sobre la estructura de capital del Grupo. No obstante, Casino se pronunció en un comunicado negando las afirmaciones de Bernstein, dando inicio a la recuperación de las acciones. El 7 de septiembre del 2018 las acciones del Grupo Casino aumentaron 7.63%, cuando se le aprobó una nueva línea de crédito por EUR 500 mm a Rallye (Holding de Casino) con el objetivo de refinanciar parte de la deuda de la filial.

Ahora bien, si analizamos los últimos eventos relevantes, la acción de Grupo Éxito ha tenido un rezago con respecto al comportamiento de las acciones de su accionista mayoritario. El 8 de agosto, con el reporte de Bernstein, las acciones de Casino se desvalorizaron 10.22% mientras que las acciones de Éxito cayeron tan solo 0.88%. Así mismo, el 6 de septiembre, sin ningún evento catalizador, las acciones del emisor mostraron un retroceso de 3.67% mientras que las acciones de Casino lograron una ganancia de 3.18%. También, podemos observar el mismo comportamiento en el periodo de recuperación de los dos emisores. El día que Rallye dio a conocer la línea de crédito para Casino, las acciones de Grupo Éxito bajaron 1.11% mientras que

Comportamiento acciones Éxito y Casino

Normalizado base 100 Sep 2018



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Casino cerró con ganancias de 7.63%. Posteriormente, el 21 de septiembre, Grupo Éxito fue impulsado en el mercado colombiano por un rally de 6.21%, nuevamente sin ningún evento catalizador, mientras que Casino cerró con una pérdida de 1.96%.

En cuanto a la estrategia de endeudamiento de Grupo Casino, la disminución en la deuda que hace poco realizó Grupo Éxito en Almacenes Éxito, por medio de un crédito a nivel de Segisor, responde más a una decisión liderada por intereses de Casino que por intereses del mismo emisor (ver [Informe Deuda Grupo Éxito | Brasil busca darle una mano a Almacenes Éxito](#)). Los fondos que se transfirieron a Almacenes Éxito desde Segisor no fueron a través de dividendos, ni tampoco por operaciones inter-compañía como deuda o venta de activos. La operación se realizó mediante la descapitalización de Segisor, donde fue necesario realizar un upstream de fondos (transferencia de fondos desde la filial a la matriz) a Grupo Éxito y a Grupo Casino en la misma proporción (EUR 200 millones cada uno), de manera de que ninguno de los dos accionistas diluyera su participación en Segisor (y por ende en GPA).

Aunque la operación de Segisor resultó tener un efecto positivo en Almacenes Éxito, creemos que la operación que el emisor hizo ver como una estrategia para disminuir la deuda a nivel de Almacenes Éxito no fue más que el resultado de decisiones corporativas tomadas unilateralmente para y por beneficio de Grupo Casino. Consideramos que las acciones que puede llevar a cabo Grupo Casino en su negocio de LatAm relacionadas a la estrategia de disminución de deuda son las siguientes:

- **Venta de participación en Grupo Éxito:** Casino posee poco más del 50% de Grupo Éxito, con lo que una venta de esta filial que resulte en fondos suficientes para la estrategia de disminución de apalancamiento representaría la pérdida de control de Casino sobre Éxito y, por ende, la pérdida indirecta del control y participación económica en GPA. No obstante, Grupo Éxito se vería beneficiado con esta operación ante una disminución importante por riesgo de gobierno corporativo, pero no generaría ningún flujo de fondos nuevos para el emisor.
- **Venta de participación en GPA:** Si Casino decide vender la participación de GPA, estaría diluyendo su control directo y participación económica sobre la empresa. El Grupo posee 50% de participación común, lo que no le permite realizar una venta sin diluir su control directo y participación económica. Con respecto al efecto sobre Grupo Éxito, creemos que podría repetirse la situación del año 2015: Casino podría vender una participación de GPA a Grupo Éxito y realizar nuevamente un Cash-out. A pesar de que Casino diluiría su control directo sobre GPA, continuaría controlando GPA de manera indirecta a través de Éxito. Mitigante: Almacenes Éxito se encuentra altamente apalancado con un servicio de la deuda por el que no puede responder, por lo que buscar nuevos fondos a través de deuda para una compra apalancada no es viable.

- **Nueva emisión de acciones de Grupo Éxito:** Emitir nuevas acciones a nivel de Grupo Éxito traería como consecuencia una dilución de la participación de Casino. También, realizar el upstream de los fondos recaudados podría llevar a mayor dilución de la participación y en el caso de ser a través de dividendos, los fondos tendrían que repartirse por igual entre accionistas comunes, dejando a Casino con una porción de los fondos recaudados únicamente.
- **Nueva emisión de acciones de GPA:** Si Casino decide emitir nuevas acciones a nivel de GPA, realizárselo podría hacer a través de acciones preferentes. De esta manera, Casino y Grupo Éxito continuarían con su participación controlante sin dilución, pero su participación económica disminuiría. Así las cosas, Grupo Éxito percibiría una disminución en su precio por acción y, nuevamente, los accionistas minoritarios se verían afectados negativamente.
- **Venta de Via Varejo:** Dentro de los planes de Casino ya se encuentra explícitamente la venta de esta subsidiaria de GPA, sin embargo, a la fecha no se ha realizado ninguna negociación de conocimiento público. Creemos que, dado que el precio de la acción de Via Varejo continúa incrementado, Casino no desea vender a un precio menor de las expectativas de mercado. Esto puede que sea principal causa por la cual no se ha encontrado un comprador y, adicionalmente, los posibles compradores pueden estar haciendo ofertas muy por debajo de lo que Casino espera (aprovechando la situación apretada de caja en la que se encuentra el Grupo francés). Ahora bien, la consecuencia de esta posibilidad para Grupo Éxito es que, de darse la venta, cualquiera que sea el precio, la mayoría de los fondos saldrían de GPA hacia Casino y el precio por acción de GPA disminuiría, y en consecuencia, la acción de Grupo Éxito también.

¿Quiénes somos?

Investigaciones Económicas Casa de Bolsa y Corficolombiana

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia

(+57-1) 6062100 Ext. 22622

juan.ballen@casadebolsa.com.co

Ángela Pinzón

Estratega Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 23626

angela.pinzon@casadebolsa.com.co

Diego Armando Velásquez

Analista Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 22710

diego.velasquez@casadebolsa.com.co

Omar Javier Suarez

Estratega Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22619

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22703

roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Raúl David Moreno

Practicante Estrategia

(+57-1) 6062100 Ext. 22602

raul.moreno@casadebolsa.com.co

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. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista Cambiario y Sectorial

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Juliana Pinzón Tróchez

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

María Camila Zambrano Rodríguez

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.zambrano@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Luis Miguel Alcega

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

luis.alcega@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Andrés Felipe Beltrán

Analista Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

andres.beltran@corficolombiana.com

Paola Ravelo Salazar

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

paola.ravelo@corficolombiana.com

Advertencia

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.