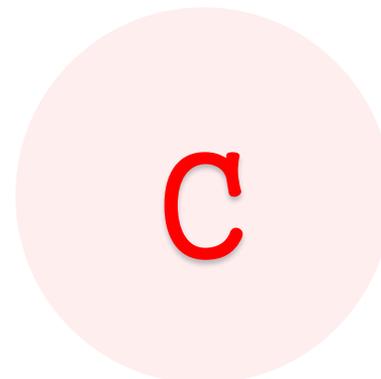


Consideramos los resultados financieros de Grupo Éxito como **negativos**, pues aunque estos muestran un desempeño positivo a nivel consolidado, la participación económica en las filiales no permite analizar al emisor como si fuese una sola entidad, siendo este el principal objetivo de la consolidación. Así, destacamos que la operación en Brasil tuvo un comportamiento favorable, con Multivarejo acelerando recuperación y Assaí sin defraudar con crecimientos sólidos, tal y como lo comentamos en el reporte de resultados de GPA al 3T18 ([GPA|Entrega de Notas 3T18](#)) y adicionalmente es el único país que reportó Ventas Mismos Metros (VMM) por encima de la inflación. Colombia por su parte vuelve a llevar las VMM a terreno positivo al reflejar una variación de 0,05% a/a, lo cual consideramos una mejora con respecto a los últimos trimestres. No obstante, es importante mencionar que, así como en el 2016 y en el 2017 no se logró evidenciar crecimiento reales A/A, el 2018 no ha sido la excepción al momento. Argentina y Uruguay por su parte son empresas que se encuentran en una situación retadora, pues Argentina continúa con un deterioro en su economía, mientras que Uruguay, según Grupo Éxito, se ha visto contagiado por el comportamiento de las economías vecinas, y por esta razón el crecimiento de las operaciones ha sido bastante difícil. A pesar de esta situación, los dos países lograron aumentar sus VMM en moneda local 24,0% A/A y 4,0% A/A respectivamente, pero hay que tener en cuenta que la inflación en estos dos países fue de aproximadamente 40% y 9% respectivamente, por lo que el crecimiento marginal es una contracción real. Adicionalmente, destacamos que el riesgo de gobierno corporativo sigue latente, el excesivo apalancamiento en Almacenes Éxito continúa, y siendo este una preocupación especial mientras que el Grupo no rectifique la información de vencimientos de deuda futuros publicada al 3T18.

Hechos relevantes

- **Colombia continúa decepcionando en sus resultados:** Almacenes Éxito reportó una variación en Ventas Mismos Metros (VMM) de 0,05% A/A y 0,6% A/A en ventas totales (ajustado por efecto calendario). Si bien las VMM retornan a terreno positivo, el aumento marginal real continúa estando ausente, lo que implica que si esta situación continúa en el tiempo, que históricamente ha sido así, las operaciones en Colombia lo que harán es contraerse y la única posibilidad de crecimiento será a través de expansión orgánica, cosa que no creemos positiva ni posible. Adicionalmente, normalizando el EBITDA con gastos operativos recurrentes (distribución, administrativos y de venta), el margen EBITDA tuvo una disminución leve de 0,26 p.p. frente al mismo periodo del año 2017 y continúa muy por debajo del margen reportado en el 3T16. También, el flujo de caja operativo muestra una salida neta de efectivo por COP 179.563 mm, reflejando un deterioro mayor, tomando como referencia al mismo periodo del año 2017 (-6,76% como porcentaje de ventas vs -4,82% respectivamente); ciclo que se caracterizó por haberse desarrollado en un ambiente macroeconómico retador, diferente a lo que ha sido el año 2018.

21 de noviembre de 2018



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	14,974
Recomendación	Subponderar
Market cap (COP)	6,2 B
Último Precio	13.880
YTD (%)	-16,2%
Part. Colcap	2,99%

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

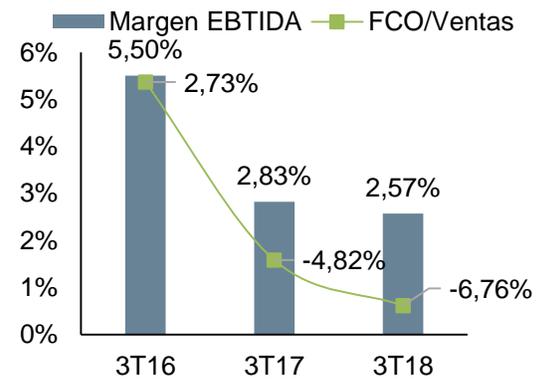
Luis Miguel Alcega
Analista Acciones
(Corficolombiana)

- **¿Minoritarios protegidos ante Casino?:** La firma asegura que los minoritarios no tienen *co-sale rights*, lo cual supone un riesgo ante una oferta de un potencial comprador de operación de Casino. Por otra parte, Éxito asegura que Grupo Casino no tiene *Drag-Along rights*, por lo que no puede forzar a los minoritarios a vender participación. Así, concluimos que dentro de lo transaccional, los minoritarios del emisor no se encuentran protegidos ante Casino por derechos explícitos. Adicionalmente, si llegara a ocurrir una transacción a un precio por debajo de mercado, este se transmitiría inmediatamente al mercado de capitales afectando el valor de las acciones de los minoritarios.

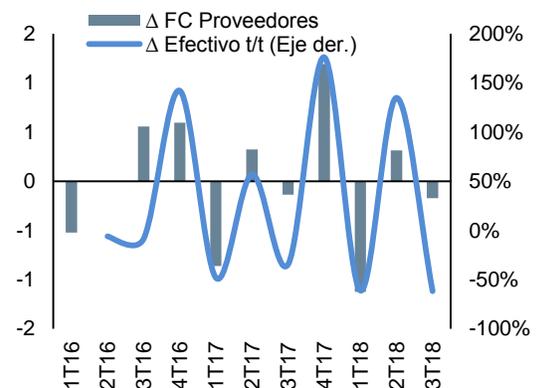
- **Estrategias prometedoras:** Almacenes Éxito ha incurrido en estrategias que buscan crear mayor fidelidad en los consumidores, aumentar tráfico en las tiendas y en general, ofrecer una mejor experiencia al cliente, lo cual consideramos positivo y eficaz. Entre las estrategias que el Grupo ha implementado en Colombia está la expansión en formatos con mayor experiencia para el consumidor (Carulla Fresh Markets y Éxito WOW), alianzas con firmas estratégicas como Rappi para satisfacer necesidades de e-commerce, como también programas de fidelización. Las acciones tomadas por la empresa las consideramos positivas y creemos que si se mantienen en el tiempo podrán ayudar a combatir la competencia y contribuir de manera importante a la rentabilidad. No obstante, creemos que para escalar estas estrategias en el tiempo la firma necesita aumentar su nivel de inversión, lo cual vemos bastante difícil sin aligerar la carga financiera.

- **Nivel de Apalancamiento en la holding:** Como mencionamos anteriormente, estábamos esperando poder dimensionar el impacto de la transacción de Segisor a finales del 2T18, pues en este periodo no pudo ser incluido, por temas de *timing* los saldos finales de la deuda en la cartilla de los estados financieros. Así, no ha sido posible la evaluación de apalancamiento por errores en la comunicación de los resultados al 3T18, esperamos correcciones del emisor para dimensionar el nivel de apalancamiento más reciente. No obstante, destacamos que el emisor se encuentra en la espera de un buen momento para salir al mercado de capitales para reestructurar la pared de vencimientos. El Grupo asegura no haber realizado tal maniobra corporativa en vista de que gozan de tasas de interés bajas y salir a mercados financieros en estos momentos para re-perfilar la deuda, no es una opción eficiente por las tasas que se están exigiendo actualmente. No estamos de acuerdo con el Grupo y consideramos que Almacenes Éxito no ha re-perfilado sus vencimientos por: i) nivel de deuda no sostenible que implicaría no solo las tasas mayores que el mercado exige en promedio, si no aún más altas por temas de riesgo de incumplimiento; ii) poca profundidad del mercado local para absorber una emisión de tal magnitud, lo cual forzaría al emisor a salir a mercados financieros extranjeros donde se le cobraría aún mayor tasa.

Almacenes Éxito: EBITDA Ajustado



Almacenes Éxito: Efectivo neto a proveedores, COP Bn.



- **Negocio de Real Estate en Colombia:** Grupo Éxito se está beneficiando del negocio de bienes raíces en Colombia, pues aseguró que el crecimiento en los ingresos de negocios complementarios se debe mayormente a un incremento de participación de Real Estate. Durante la reunión de analistas conocimos el nuevo centro comercial Viva Envigado, el cual sigue una estrategia de aumento de tráfico por medio de la oferta de actividades recreativas mayormente. Consideramos que el centro comercial es bastante atractivo con efectivamente una oferta de recreación mayor a la que se puede ver en la competencia, y debería generar un tráfico importante a medida que vaya madurando. Sería interesante conocer más de las finanzas de este segmento de la empresa, por lo que alentamos al emisor a hacer mayor divulgación de información y nuevos proyectos.
- **Discounters continúan presionando:** La empresa asegura que los formatos de descuento si se están llevando una tajada importante de la torta de ingresos de la industria, pero esta no tiene intención de entrar directamente a competir con ellos. Así, la firma destaca que no están en un negocio para entrar en un segmento de la industria que lo que hace es perder rentabilidad a costas de crecimiento de cuota de mercado; Es decir, la empresa prefiere no entrar a perder plata a cambio de ganar ventas, donde igual las presiones en su flujo de caja le dificultarían entrar en la pelea de precios, dejando a los discounters crecer aún más y diluyendo la participación de la empresa dentro de la industria, lo cual se traduce en menores ventas. Este factor es muy importante, pues la empresa asegura que compiten o cruzan productos con tiendas de descuento con solo 15% del portafolio, lo que indica que el ancla de tráfico en tiendas de Almacenes Éxito viene por solo 15% de sus productos, dicho de otra manera, la dilución importante que ha tenido Éxito en la industria se debe a una pérdida de competencia en solo el 15% de sus productos. Es importante que se considere la expansión de formatos que compitan directamente con los discounters, pues las tiendas de proximidad y las marcas Surtimax no son tiendas que siguen el modelo de negocio de D1, Justo y bueno o Aras y no tienen como competir con estas firmas.

- **Erros materiales en Estados Financieros:** El pasado 14 de noviembre del 2018 la empresa reportó su situación financiera al 3T18, tanto a nivel holding como a nivel consolidado. En este periodo destacamos que los estados financieros de Almacenes Éxito, nivel holding, deben ser rectificadas, específicamente en la nota 18 “Pasivos Financieros”. En esta se registró un futuro vencimiento de deuda al 2019 por COP 2 billones de pesos, amortización que se espera sea para el periodo 2020, en vista de la refinanciación que ocurrió en el 2017. El día 15 de noviembre en la reunión de analistas que se llevó a cabo en la ciudad de Medellín, dimos a conocer a la empresa una preocupación por el adelanto de la amortización de capital al periodo 2019, y en consecuencia, el Grupo aseguró que no existe ningún adelanto de pagos programado y que debía ser un error en la cartilla de los estados financieros separados. Adicionalmente, se esperaba dimensionar la reducción de capital que se había realizado a finales del 2T18, que por razón de *timing* no pudo ser revelada en las notas a los estados financieros, y lo cual resulta fundamental para realizar el análisis de la viabilidad del negocio.

Almacenes Éxito: Perfil de vencimientos al 3T18

Año	Capital
2019	1.990.004,00
2020	272.046,00
2021	187.758,00
>2022	419.859,00

Fuente: Almacenes Éxito. COP MM

Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de millones	Grupo Éxito				
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	12,746	13,919	12,880	-8%	-1%
Costo de Ventas	9,781	10,659	9,448	-8%	4%
Utilidad Bruta	2,964	3,259	3,432	-9%	-14%
Gastos Operativos	2,529	2,845	2,601	-11%	-3%
Utilidad Operacional	435	414	831	5%	-48%
Utilidad Neta	-10	-31	119	-	-
EBITDA	661	670	1,066	-1%	-38%
Margen Bruto	23.3%	23.4%	26.6%	-16 pbs	-339 pbs
Margen Operacional	3.4%	3.0%	6.5%	44 pbs	-304 pbs
Margen Neto	-0.1%	-0.2%	0.9%	15 pbs	-100 pbs
Margen EBITDA	5.2%	4.8%	8.3%	37 pbs	-309 pbs

Gerencia de Inversiones

Mesa Distribución

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Pieschacon

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

Ricardo Herrera

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

Alejandro Forero

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

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Juan Pablo Vélez

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

Juan Pablo Serrano

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

Angela Pinzón

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

John Alexander Jiménez

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

Mesa Institucional Renta Fija

Enrique Fernando Cobos

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

Diego Velásquez

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

Ivette Cepeda

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

Omar Suarez

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

Adda Padilla

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

Roberto Carlos Paniagua

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

ADVERTENCIA

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. 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. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que 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.