



Universidad de  
**San Andrés**

**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Magister en Finanzas**

**Trabajo Final de Graduación**

*Valuación de “Grupo Carrefour”*

**Autor:** Puig, Lucas

**DNI:** 35.148.730

**Director de Tesis:** Lic. Alejandro Loizaga, CFA

Buenos Aires, Abril 2019

## INDICE

<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>4</b>
<b>Sección I: Descripción del Negocio</b>	
<b>Capítulo I: Introducción</b>	<b>6</b>
a. Historia y Aspectos Principales	6
b. Modelo de Negocios	15
<b>Sección II: Análisis de la Industria y Posicionamiento Competitivo</b>	
<b>Capítulo I: Análisis de la Industria de Supermercados</b>	<b>19</b>
a. Características Principales	19
b. Proyecciones Futuras	26
c. Análisis Competitivo de la Industria	30
1. Composición del Mercado	30
2. Barreras de Entrada	34
3. Las Cinco Fuerzas de Porter	35
<b>Capítulo II: Análisis Competitivo de Carrefour</b>	<b>37</b>
a. Posicionamiento de Mercado	37
b. Análisis F.O.D.A	38
<b>Sección III: Aspectos Financieros</b>	
<b>Capítulo I: Análisis Financiero</b>	<b>47</b>
a. Estado de Resultados	47
b. Estado de Situación Patrimonial	57
c. Análisis de Flujo de Fondos	66
d. Análisis de Índices	74
<b>Sección IV: Valuación</b>	
<b>Capítulo I: Método de Flujo de Fondos Descontados</b>	<b>79</b>
a. Modelo de Valuación	79
b. Objetivos Principales de Carrefour	79
c. Variables a Proyectar	83
d. Cálculo del Costo del Capital	85
e. Escenarios Posibles	88
<b>Capítulo II: Método de Múltiplos Comparables</b>	<b>97</b>
a. Competidores Principales	97
b. Múltiplos Seleccionados	112
<b>Sección V: Gestión de Riesgos</b>	

<b>Capítulo I: Riesgos Principales</b>	<b>115</b>
a. Entorno Empresarial	115
b. Entorno y Gobierno	115
c. Operaciones	116
d. Gestión de Riesgos Financieros	117
<b>Conclusión</b>	<b>120</b>
<b>Anexos</b>	<b>121</b>
<b>Referencias Bibliográficas</b>	<b>143</b>



Universidad de  
**San Andrés**

## Resumen Ejecutivo

El siguiente ensayo tiene como objetivo realizar la valuación de la empresa Carrefour SA, afín de establecer su valor presente y el valor de su acción. Para ello, se utilizarán dos metodologías: Flujos de Fondos Descontados (conocido comúnmente como “DCF”, por sus siglas en inglés) y Múltiplos Comparables.

La primera de ellas es la de mayor importancia e incluye el planteo de un escenario en el cual se determinan los objetivos para el año entrante y se asume que se logran. Luego, a partir de este se analizan dos circunstancias diferentes en la que se plantea la posibilidad de que, por un lado, se superen esos objetivos y en la otra no se alcancen. La denominación de estos escenarios será la siguiente: base, optimista y pesimista.

El motivo de la elección de esta técnica es que la firma en cuestión está consolidada, tiene una participación de mercado estable y se pueden establecer suficientes parámetros para intentar predecir sus flujos de caja futuros. Justamente, se realizarán proyecciones de los flujos de fondos en términos nominales y en la moneda de la Unión Europea: el euro. Para ello, se pondrá foco en variables como crecimiento en ventas, apertura de nuevos locales, márgenes, política de gastos e inversión, capital neto de trabajo y riesgos inherentes.

Para obtener el valor de la firma, se descontarán los flujos a una tasa de descuento como es el costo promedio ponderado del capital (conocido como WACC por sus siglas en inglés - “Weighted Average Cost of Capital”-) y que representa el costo del capital de la firma.

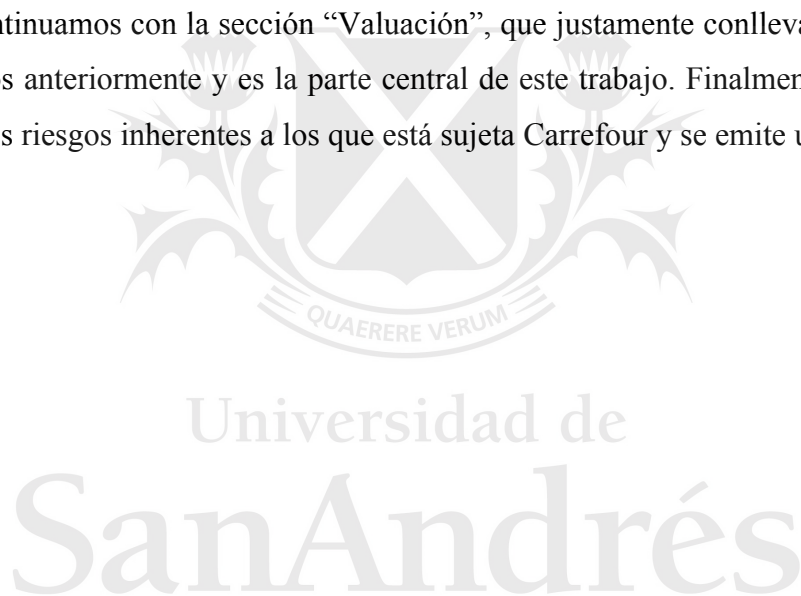
Finalmente, el valor de la acción surgirá de determinar el valor del capital y dividirlo por las acciones en circulación que tiene la empresa.

Los reportes anuales de Carrefour SA serán la base de la información que será utilizada para realizar un análisis profundo de la empresa y su posicionamiento en la industria minorista de alimentos a la que pertenece.

Por su parte, el método de Múltiplos Comparables es una técnica que permite determinar el valor que el mercado percibe que tiene una compañía. Dada la industria a la que pertenece, consideramos al EV/EBITDA (Valor de la Firma/Ganancias antes de Intereses, Impuestos,

Depreciaciones y Amortizaciones) como el múltiplo más adecuado para valorar a Carrefour. Se recurrirá a información de distintas compañías que tengan indicadores similares, publiquen su información y pertenezcan a su misma industria.

El trabajo está estructurado en cinco secciones. La primera de ellas, denominada “Descripción del Negocio”, es un tanto introductoria hacia la industria y la historia de Carrefour. En la segunda sección, “Análisis de la Industria y Posicionamiento Competitivo”, se realiza un análisis un tanto más profundo de los conceptos mencionados anteriormente. Se entregan datos de la economía mundial, la industria y la empresa que permiten entender cómo funciona este segmento y cómo Carrefour ha llegado a ser uno de los líderes de la industria minorista. En la sección “Análisis Financiero”, finalmente se pone el foco en los estados contables de la empresa y se interpreta su información mediante diferentes técnicas y métodos. Una vez finalizado este análisis, continuamos con la sección “Valuación”, que justamente conlleva todos los aspectos mencionados anteriormente y es la parte central de este trabajo. Finalmente, para concluir se presentan los riesgos inherentes a los que está sujeta Carrefour y se emite una conclusión final del trabajo.



## **Sección I: Descripción del Negocio**

### **Capítulo I: Introducción**

#### **a. Historia y Aspectos Principales**

##### **Introducción e Historia**

Carrefour SA se dedica a la provisión de supermercados y tiendas minoristas. Sus actividades incluyen la operación y administración de los siguientes formatos de tienda: hipermercados, supermercados, tiendas de conveniencia y mayoristas. También cuenta con comercio electrónico tanto de productos alimenticios como no alimentarios, un segmento que poco a poco está cambiando la forma de consumir a nivel mundial.

La empresa fue formada en el año 1959 por las familias Fournier, Badin y Defforey que administraban un supermercado en Annecy, una ciudad alpina en el sureste de Francia. Estos hombres provenían de familias exitosas y emprendedoras. Por ejemplo, Marcel Fournier ya había establecido los grandes almacenes Grand Magasin de Nouveautés Fournier d'Annecy y tenía conexiones en la empresa de supermercados Casino, y Denis Defforey era presidente de Badin-Defforey en Lagnieu.

Su éxito fue inmediato, con lo cual en 1960 y 1963 abrieron nuevos locales, de mayor tamaño, que dieron lugar a la aparición del primer hipermercado en la región de París.

Ya en 1976, Carrefour reinventó su negocio cuando decidió vender productos propios. Este fue el nacimiento de los productos libres (sin marca) en un empaquetado simple que revolucionaría el consumo. Este lanzamiento superó todas las expectativas y fue un gran éxito. En 1985, se convirtieron en "productos Carrefour" y la empresa se volvió definitivamente en una marca de confianza.

Al mismo tiempo que comenzaba con sus nuevos productos, Carrefour se estaba expandiendo hacia nuevos mercados. Por ejemplo, arribó a España en el año 1973 y luego a Brasil en 1975. Hacia 1979, ya existía un ambicioso programa de expansión internacional que incluía países

como Argentina, China, Grecia, Portugal y Turquía. La década de 1980 trajo una gran cantidad de nuevos desafíos en Argentina (1982) y luego en Taiwán (1989). A su vez, la oferta de productos se agrandó definitivamente: alimentos, textiles, electrodomésticos, equipos de alta fidelidad, servicios financieros y de seguros, y más. A lo largo de la década, Carrefour estableció el “PASS”, una tarjeta tanto de crédito como de lealtad del cliente y Tex, su línea de textiles de marca propia, que incluye 450 productos. Solo tres años luego del lanzamiento de la tarjeta, aproximadamente 200.000 clientes contaban con la misma y se registraron más de cuatro millones de transacciones. También lanzó First Line (más tarde se convertiría en Home Carrefour), su espacio para la venta de artículos para el hogar.

En la década de 1990, el grupo logró progresar en varios aspectos. El grupo se afianzó en países como Italia (1993), China (1995) y Polonia (1997). A su vez, se expandió mediante la compra de la cadena francesa de hipermercados Montlaur y Euromarché. En tanto, el año 1992 marcó el comienzo de la era de productos orgánicos en el sector minorista. Durante esta década, Carrefour revolucionó la oferta y su objetivo central: convertirse en referente en calidad y frescura. Año tras año, Carrefour continuó diversificando su negocio con lanzamientos como Carrefour Holidays, Carrefour Telecom y la incursión en el sector farmacéutico con la aparición de una nueva área. También se firmaron acuerdos con bancos. En 1997, Carrefour selló un acuerdo con Guyenne & Gascogne, Coop Atlantic y el grupo Chareton. En Octubre de 1998, Carrefour compró Comptoirs Modernes, lo cual implicaba la incorporación de más de 700 tiendas. El 31 de diciembre de 1998, Carrefour tenía 351 hipermercados en todo el mundo.

En el año 2000, se produce la fusión entre Carrefour y Promodès, uno de sus mayores competidores, que dio lugar a la creación del segundo minorista más grande del mundo. El nuevo Carrefour emplearía a 240.000 personas y tendría más de 9.000 tiendas en todo el mundo. Durante esta nueva década, Carrefour presentó su tarjeta de fidelización, que logró atraer a más de 5 millones de clientes en sus primeros 12 meses de existencia. En 2008, Carrefour comenzó un importante programa de renovación de sus tiendas, transformando los supermercados Champion en Carrefour Market. En un tiempo récord, las 1.000 tiendas francesas que poseía fueron renombradas para ofrecer una gama más amplia de productos y servicios, un camino simplificado a través de las góndolas, y un programa de lealtad único, la tarjeta Carrefour. Las nuevas tiendas de conveniencia denominadas Carrefour City, Carrefour Contact y Carrefour

Express fueron introducidas, primero en Francia y luego en los demás países donde el grupo estaba instalado.

En 2012 y 2013, el Grupo reorientó sus actividades en los mercados donde tenía una posición sólida. Prolongó franquicias en Indonesia y Turquía. Al mismo tiempo, el grupo fortaleció sus actividades con la consolidación de Guyenne & Gascogne y el éxito de la compra de las tiendas Eki en Argentina. Se firmaron alianzas con Itaú Unibanco y E. Sun Bank en Taiwán, para permitir que Carrefour desarrolle servicios financieros. Carrefour unió fuerzas con el grupo CFAO, para establecer una empresa conjunta y así desarrollar diversos formatos de tiendas en África. En 2013, se lanzó un programa de modernización de activos para mejorar la calidad del servicio y la recepción para los clientes. Durante el primer año del programa, 49 hipermercados y 83 supermercados fueron renovados y remodelados en Francia. En 2014, Carrefour adquiere la red francesa de tiendas Día e incorporó 128 tiendas de conveniencia de Coop Alsace. En Italia, el grupo adquirió 53 supermercados Billa y 17 tiendas Il Centro.

Año tras año, el modelo Carrefour evoluciona gradualmente en respuesta a las necesidades y expectativas cambiantes de los clientes. En 2017, Carrefour continuó consolidando su liderazgo en el mercado mejorando la naturaleza multiformato de su red.

### **Logo**

El nombre de Carrefour proviene del primer local que se abrió, localizado en un cruce de caminos, por lo que la empresa decidió utilizar este juego de palabras para darle lugar a su nombre. Cabe destacar que la frase "cruce de caminos" es la traducción al español de la palabra francesa "carrefour".

Los logotipos de las empresas son su marca distintiva frente a la competencia. Comúnmente, buscan transmitir un significado. En este caso, el logo simboliza precisamente los dos caminos. En él se observan dos flechas, una azul y otra roja que señalan en sentidos opuestos. En el medio de éstas, aparece la letra "C" que hace alusión a su primera letra y que se encuentra ubicada en el medio de un diamante. A su vez, existe un juego de colores con la bandera de Francia, ya que también el logo cuenta con el color blanco.



## Posicionamiento global

Líder global y referente en la venta minorista de alimentos, Carrefour emplea a casi 400.000 personas en todo el mundo y genera ventas totales de por más de €80.000 millones. Todos los días, recibe un promedio de 13 millones de clientes y mantiene su compromiso activo respecto a ofrecer productos de calidad y el comercio más sostenible.

## Fundación Carrefour

Mediante un programa de alimentos, acude en ayuda de aquellos en gran dificultad organizando y coordinando campañas para la donación y recolección de productos de consumo masivo. La Fundación apoya el desarrollo de la agricultura, al tiempo que promueve los intercambios de alimentos y servicios de comidas. A su vez, para fomentar una dieta sana y equilibrada, dirige programas de nutrición específicos.

La Fundación brinda asistencia a los necesitados, particularmente ofreciendo a las asociaciones sin fines de lucro toda su estructura logística con el fin de entregar productos en el menor tiempo posible y especialmente en áreas afectadas por desastres.

En 2017 fue creado un Programa de Biodiversidad para brindar apoyo a quienes intenten desarrollar acciones innovadoras y concretas para la preservación de la biodiversidad animal, mineral y vegetal en Francia.

## Tiendas

Desde un primer momento, la estrategia de la empresa para aumentar su presencia en el mercado ha sido abrir nuevas tiendas. El cuadro a continuación de los últimos años es un fiel reflejo de ello, a excepción de 2016, donde se produjo el desprendimiento de varias tiendas en Europa que estaban bajo contrato de franquicia y algunas propias en Italia.

**Cuadro I: Evolución de Tiendas**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hipermercados	1,366	1,421	1,459	1,481	1,462	1,376
Supermercados	2,986	2,917	3,115	3,462	3,227	3,243
Tiendas de Conveniencia	5,479	5,593	6,111	7,181	7,075	7,327

Tiendas Mayoristas	164	169	175	172	171	354
<b>Total</b>	<b>9,995</b>	<b>10,100</b>	<b>10,860</b>	<b>12,296</b>	<b>11,935</b>	<b>12,300</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Desde diciembre de 2017, el grupo opera aproximadamente 12.300 tiendas y varios sitios web de venta directa en los distintos países que opera. Cuenta con 1.528 hipermercados, 3.273 supermercados, 7.327 tiendas de conveniencia y 172 locales mayoristas. Sus tamaños van desde los 2.400 a 23.000 metros cuadrados, 1.000 a 3.500 metros cuadrados, 200 a 900 metros cuadrados y 2.000 a 10.000 metros cuadrados, respectivamente. De acuerdo a su último reporte anual, el promedio de superficie en metros cuadrados actual de las tiendas es de 7.345 para hipermercados, 1.319 para supermercados, 60 a 900 para tiendas de conveniencia y 4.121 para tiendas mayoristas.

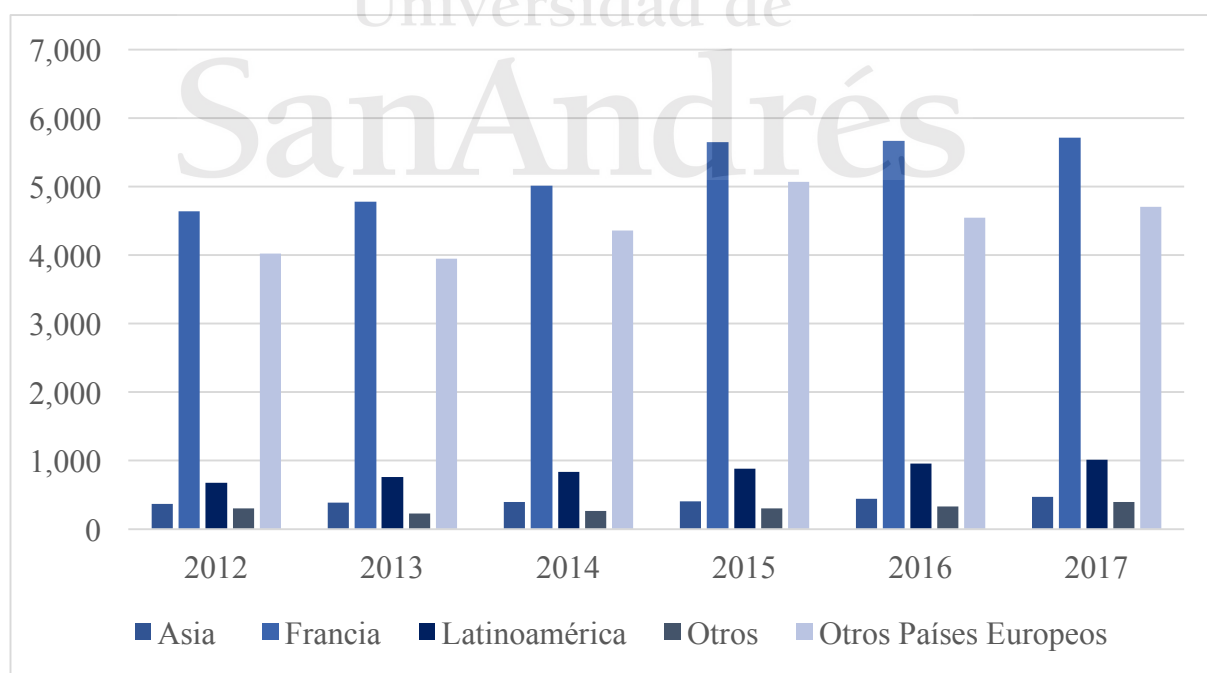
Las tiendas hipermercados suelen ser grandes tiendas que ofrecen una amplia gama de alimentos y artículos no comestibles, precios bajos y promociones. Es un formato de tienda adaptado para realizar una compra de gran volumen. Los supermercados ofrecen productos similares a los hipermercados, pero en un espacio más reducido y con una localización más urbana. Por ejemplo, dentro la ciudad de Paris se pueden encontrar supermercados, mientras que el otro formato mencionado solamente en las afueras de la misma. Cabe destacar que la mayor oferta de comida y productos frescos se encuentra en los supermercados. En tanto, aquellas denominadas “de conveniencia” ofrecen compras inmediatas para el día a día, cuentan con una extensión horaria mayor a las demás y servicios de entrega a domicilio. Son un concepto moderno pensado para satisfacer las necesidades de los clientes locales. Por su parte, las tiendas mayoristas ofrecen una amplia gama de productos alimenticios y no alimenticios a precios de mayorista. Los productos se suelen vender por unidad o en grandes cantidades.

A fines de 2017, Carrefour tenía 1.376 hipermercados en todo el mundo, los cuales 247 se encontraban en Francia, 460 en el resto de Europa, 193 en América Latina, 365 en Asia y 111 en la región denominada “Otros países”. Esta última la integran África, Medio Oriente y República Dominicana. Entre los nombres más destacados, figuraban “Supeco” en Brasil y Europa, “Atacadão” en Brasil y “Carrefour Maxi” en Argentina, que a partir de 2017 se clasifican como mayoristas. En cuanto a supermercados, presentaba un total de 3,273, distribuidos de la siguiente forma: 1.060 en Francia, 1.785 en el resto de Europa, 147 en

América Latina, 58 en Asia y 222 en “Otros países”. Mayormente, se conocen como “Carrefour Market”. El segmento mayorista es el que menor tiendas registraba con un total de 354. En Francia existían 144 tiendas, 153 en Latinoamérica, 42 en el resto de Europa, 13 en la región “Otros países” y solamente 2 en Asia. “Promocash” es el nombre utilizado en Francia y con el que lidera el segmento. Por último, Carrefour finalizó 2017 con 7.327 tiendas de conveniencia en todo el mundo, incluidos 4.267 en Francia, 2.446 en el resto de Europa, 521 en América Latina, 41 en Asia y 52 en “Otros países”. Por lo general, estas tiendas se las conocen como “Carrefour Express” en Latinoamérica, “Carrefour Easy” en Asia o “Carrefour City” y “Carrefour Bio” en Europa, entre otros.

A partir de 2011, Carrefour ha aumentado exponencialmente su presencia en Francia, a tal punto de convertirse en la región donde la empresa tiene más locales. Tal es así que en el último ejercicio fiscal el 45% de las ventas provinieron de este territorio. Anteriormente, la región integrada por los demás países europeos se destacaba por tener más tiendas, aunque nunca logró liderar en las ventas. A pesar de que los locales no disminuyeron allí, su importancia fue decayendo por el enorme crecimiento que tuvo Carrefour en la región francesa. A nivel ilustrativo, cabe remarcar que finalizó 2017 con 4.074 tiendas más que en 2008.

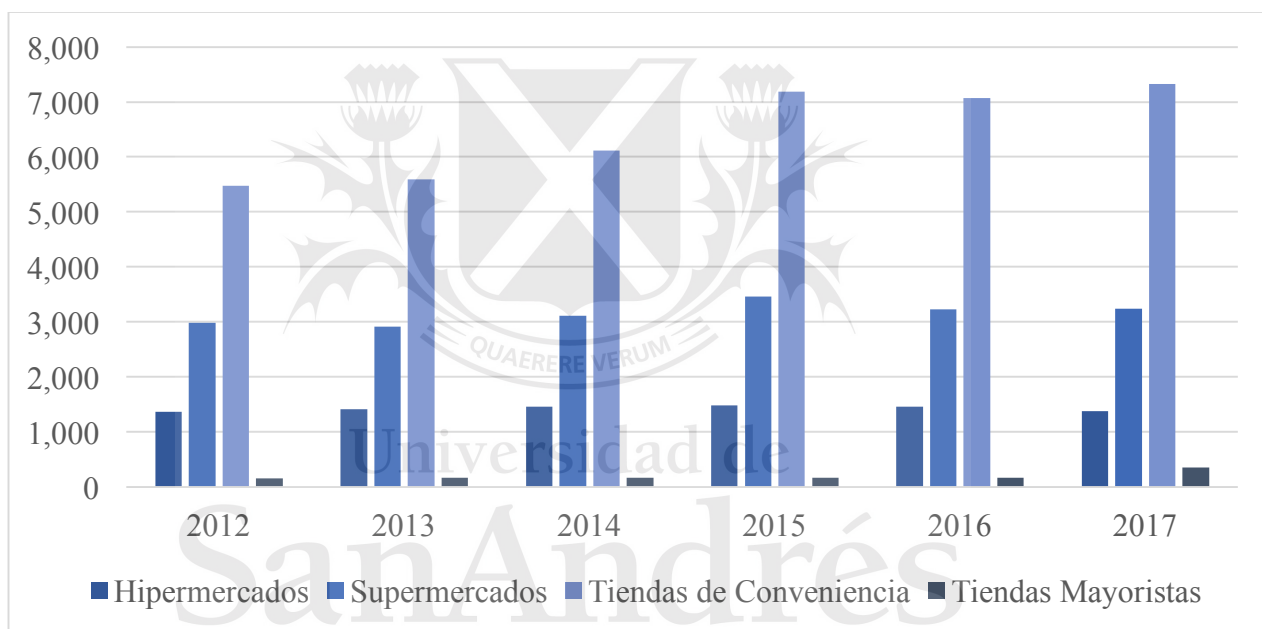
**Gráfico I: Número de Locales por Tipo de Ubicación Geográfica**



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Las tiendas de conveniencia son un formato en crecimiento para el grupo. Cabe destacar que desde 2012 la cantidad creció en 1.848, lo cual representa un aumento de aproximadamente 34%. Los planes a futuro muestran una continuidad de esta tendencia, ya que Carrefour tiene previsto abrir al menos 2.000 unidades de este tipo en los próximos cinco años, con una presencia cada vez mayor en las principales ciudades europeas. También cabe destacar el crecimiento que tuvieron en 2017 las tiendas mayoristas, que pasaron de ser 171 en 2016 a registrar 354. Justamente, esto se dio porque las tiendas Atacadão y Supeco en Brasil, Carrefour Maxi en Argentina y Supeco en Europa pasaron a formar parte de este formato.

**Gráfico II: Número de Locales por Tipo de Tienda**



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>











En total, Carrefour posee 1.276 tiendas bajo contrato de “franquicia” y el resto pertenecen al grupo bajo el formato denominado “integrado”. De las mencionadas franquicias, 147 se encuentran en las distintas regiones francesas alrededor del mundo, 638 en Europa, 93 en Asia y las restantes 398 en África y República Dominicana.

### Comercio Electrónico

Actualmente, existe una red de aproximadamente 600 Carrefour Drive, una plataforma que permite hacer las compras a toda hora en línea y retirarlas en pocos minutos por el local más cercano.

En todos los países donde opera, Carrefour continúa desarrollando la oferta de comercio electrónico de alimentos y productos no alimentarios. En el último tiempo, en Francia llevó a cabo la adquisición de Rue du Commerce, líder en el segmento no alimentario, y Greenweez, que lidera el segmento de productos orgánicos. También produjo el lanzamiento de nuevas plataformas en red (conocido comúnmente como “e-commerce”) en China, Polonia, Argentina y Brasil. Cuenta con 4 segmentos a los que clasifica como de comida, no comida, mercado y “clic y recolecta”. Están distribuidos en la mayoría de los países donde opera y existen planes para contar con presencia de todos en cada uno de ellos. A continuación se expone un gráfico que detalla la presencia que ya ha logrado establecer:

**Gráfico III: Distribución de Tiendas por País y Tipo**

	 FRANCE	 SPAIN	 ITALY	 BELGIUM	 POLAND	 ROMANIA	 ARGENTINA	 BRAZIL	 CHINA	 TAIWAN
Comida	✓	✓	✓	✓	✓	✓	en progreso	en progreso	✓	✓
No Comida	✓	✓		en progreso	✓		✓	✓		
Mercado	✓	✓		en progreso	en progreso	en progreso		✓		
"Clic y Recolecta"	✓	✓	✓	✓	✓		✓			✓

Fuente: reporte anual Carrefour

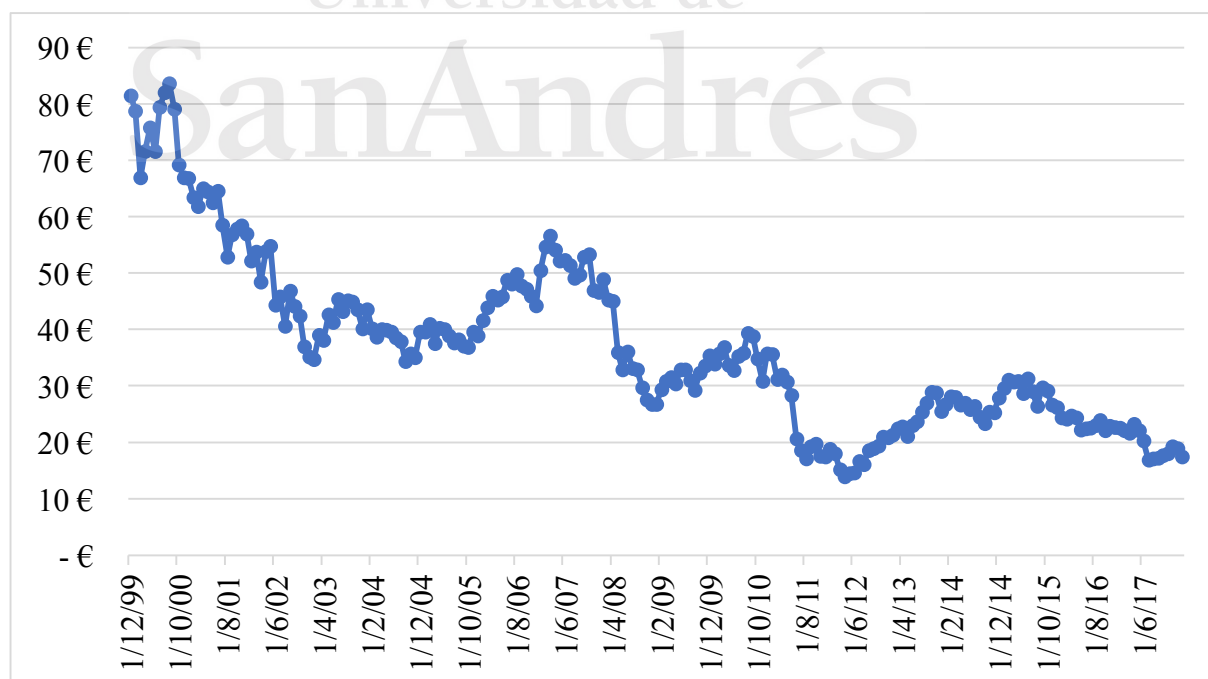
A su vez, en 2016 realizó las adquisiciones de otras plataformas como Top Achat, Croquetteland, Grands Vins Privés y My Design y alianzas estratégicas con Fnac Darty y Showroomprivé que pueden resultar una buena base para que la empresa logre crecer en el mercado electrónico francés. En 2017, Carrefour se asoció con Sapient, un jugador líder de tecnología, con el objetivo de transformar con éxito su comercio electrónico. Sapient pertenece a Publicis Groupe, una multinacional francesa de publicidad y relaciones públicas de las más grandes del mundo. Para 2018, el grupo buscará fortalecer la marca Carrefour. En ese sentido, en Francia lanzará un sitio web único, carrefour.fr, que incluirá todas sus ofertas de compras. También se espera que firme un acuerdo con Tencent y Yonghui para que ambos inviertan en Carrefour China. La transacción planificada lograría aprovechar el conocimiento minorista de Carrefour, la excelencia tecnológica de Tencent y el conocimiento operacional y en productos frescos de Yonghui.

En 2017, Carrefour logró una facturación de alrededor de €850 millones y su objetivo es multiplicar esta cifra hacia 2022. El objetivo planteado es alcanzar los €5.000 millones en ventas. Para ello, el grupo tiene pautado destinar una inversión de aproximadamente €2.800 millones al segmento tecnológico. Por su parte, el volumen bruto de mercado registrado en 2016 fue de €1.200 millones y se proyecta para 2020 que este llegue a €4.000 millones.

### Evolución de la Acción

En el siguiente gráfico se observa la evolución del precio de la acción de Carrefour SA (CA.PA). La empresa cotiza desde el 16 de junio de 1970 en la Bolsa de París e integra el índice bursátil CAC 40, que es utilizado como referencia por el Euronext y que cuenta con las 40 empresas más grandes y de mayor capitalización de Francia. Desde el año 1999 su precio fue decreciendo, a excepción del año 2000 donde llegó a su cotización máxima histórica (cotización agosto 2000: €83,70). Esta tendencia bajista se prolongó hasta mediados de 2004 donde comenzó a aumentar su cotización. Este crecimiento se mantuvo hasta 2007 donde llegó a un pico de €56,63 en marzo. Luego, comenzó nuevamente a descender, llegando a su valor mínimo histórico en 2012 (cotización abril 2012: €13,95) y cerrar el año fiscal 2017 en €19,28.

Gráfico IV: Cotización Histórica CA.PA – 1999 a 2017



Fuente: Elaboración propia con datos de <https://finance.yahoo.com/>

## b. Modelo de Negocios

Carrefour SA sostiene su modelo de negocios en determinadas características que le han permitido ser reconocida como un líder global y una referencia en el mercado minorista. Entre las principales podemos destacar:

- **Política general:** El grupo ha formulado una política basada en la conveniencia, confianza, precios bajos y productos y servicios de la más alta calidad. En todo el mundo, Carrefour está trabajando para que los productos de consumo estén al alcance de la mayor cantidad de personas.
- **Negocio:** su principal actividad es la provisión de supermercados y tiendas minoristas, y para consolidarla continuamente apuesta por la diversificación de negocios. Algunos ejemplos son la aparición de Carrefour Holidays, Carrefour Telecom y la incursión en el sector farmacéutico.
- **Producto:** Los productos son el corazón de los negocios de Carrefour. La oferta es típica de un minorista general que vende una amplia gama de bienes y servicios a precios accesibles. Ofrece una variedad de productos: alimentos, textiles, electrodomésticos, servicios financieros y de seguros, y más. Su éxito depende de la alineación de la variedad de productos con la demanda, las sinergias entre el producto y la oferta de servicios, el uso efectivo de las tecnologías digitales, el claro y lógico posicionamiento de mercadería en sus tiendas, la oferta de precios, los correctos términos y condiciones de compra, y la rápida rotación de las existencias.
- **Logística:** En todos los países, Carrefour presta especial atención a la cadena de suministro, ya que es un factor clave de su eficiencia operativa. En los últimos años se ha invertido principalmente en mejorar activos y los sistemas de tecnología. A finales de 2017, Carrefour tenía más de 100 centros de almacenamiento. En Francia, Carrefour está gradualmente transformando su organización mediante la introducción de un proceso de logística moderno (conocido como “multi-format and cross-business”), respaldado por una importante redistribución de sus instalaciones.
- **Gestión de locales:** La eficiencia operativa y la satisfacción al cliente forman parte del núcleo de valores de Carrefour. Por ende, los empleados en todos sus niveles (gerente de local, gerente de departamento, cajero, vendedor especializado, carnicero) ponen especial atención en ello. A su vez, Carrefour continuamente promueve la formación y contratación de profesionales del comercio minorista.

- **Modelo operacional:** Carrefour tiene tres modelos operativos: integrado, franquiciado y tiendas en sociedad. El modelo de franquicia, heredado de Promodès, se basa en capacidades específicas de franquiciados que han demostrado una experiencia minorista sobresaliente. En algunas regiones del mundo, Carrefour privilegia acuerdos con profesionales que tienen profundas raíces en sus comunidades y un conocimiento detallado de los mercados locales.
- **Política de crecimiento:** el grupo recurre a alianzas estratégicas y a adquisiciones de posibles competidores para ganar territorio en diversos mercados. En el año 2000, se produce la fusión entre Carrefour y Promodès, uno de sus mayores competidores, que dio lugar a la creación del segundo minorista más grande del mundo. Se firmaron alianzas con Itaú Unibanco y E. Sun Bank, para permitir que Carrefour desarrolle servicios financieros. A su vez, año a año la empresa fomenta su crecimiento orgánico con la apertura de nuevos locales.
- **Personal:** Incentivos al personal. Carrefour emplea más de 384.000 personas alrededor del mundo. Siempre se le da prioridad al reclutamiento de personas que viven a nivel local y brindarles capacitación.
- **Compromiso con economías locales:** en todos los países donde opera, el Grupo demuestra su compromiso con el crecimiento económico local, que no solo se ve reflejado en la contratación de los ciudadanos locales. El Grupo pone foco en las cadenas de suministro locales y con ello ha generado que más del 70% de todos sus productos alimenticios provengan de proveedores del lugar donde se instala. Suele establecer convenios comerciales con profesionales de cada región para aprovechar sus fuertes raíces en el territorio que viven.
- **Compras y distribución:** compra a productores locales, quienes presentan los estándares de calidad exigidos por el grupo. Esto permite mejorar las condiciones de negociación con mayores descuentos, mejores precios y estándares de calidad, política de innovación y mejora constante en la cadena de abastecimiento. Fomenta una relación a largo plazo con sus proveedores.
- **Tiendas:** el grupo ofrece una variedad de tiendas que se adapta a las preferencias de cada cliente. Cuenta con hipermercados, supermercados, tiendas de conveniencia y locales de “compra y llévate”, además de plataformas de compra por internet.
- **Tecnología:** el comercio electrónico de Carrefour ofrece una amplia gama de productos, precios competitivos, promociones, asesoramiento y opciones de entrega o recogida.



Carrefour está continuamente mejorando los servicios existentes, en particular mediante el desarrollo de nuevas aplicaciones y soluciones digitales para mejorar la comodidad del cliente. Actualmente, está desarrollando una gama completa de soluciones móviles para facilitar el proceso de compra, y al mismo tiempo profundizar su presencia en las redes sociales para interactuar directamente con los clientes. En Francia, existe una red de aproximadamente 600 Carrefour Drive, una plataforma que permite hacer las compras a toda hora en línea y retirarlas en pocos minutos por el local más cercano. Como se mencionó anteriormente, en Francia ha adquirido diversas plataformas como GRANDS VINS, Croquetteland y mydesign y ha firmado acuerdos comerciales con Fnac Darty y Showroomprivé.

- **Responsabilidad social empresarial:** esta área pone foco en tres pilares fundamentales. Luchar contra los residuos en todas sus formas, proteger la biodiversidad y trabajar junto a los socios de la compañía. Para esto último, en 2002 Carrefour instituyó una carta ética que remarcaba los valores Libertad, Responsabilidad, Compartir, Respeto, Integridad, Transparencia, Solidaridad y Progreso. Carrefour implementó un plan integral para disminuir los residuos en todas los lugares donde opera: productos, embalaje, agua, energía, transporte.
- **Fundación Carrefour:** trabaja junto con asociaciones sin fines de lucro para combatir la exclusión. En 2016, financió más de aproximadamente 90 proyectos en distintos países. La Fundación trabaja en tres áreas principales: programas de alimentos, ayuda humanitaria de emergencia y biodiversidad.
- **Bienes raíces:** Carrefour también cuenta con una amplia experiencia en bienes raíces, que aprovecha para mejorar el atractivo y el valor de sus tiendas; con el objetivo de crear y operar minoristas alineados y bien administrados. Su ambición es diseñar lugares propicios para una experiencia de compra cálida y amistosa, y mientras tanto, contribuir de manera sostenida al atractivo y la vitalidad de cada ciudad. En los próximos tres años Carrefour dispondrá de €500 millones de activos no estratégicos.
- **Evolución constante:** Año tras año, el modelo Carrefour evoluciona gradualmente en respuesta a las necesidades y expectativas cambiantes de los clientes. En 2017, Carrefour continuó consolidando su liderazgo en el mercado mejorando la naturaleza multiformato de su red y siguiendo una cultura de innovación. En Italia, se destaca la aparición de restaurantes dentro de las sucursales. En Francia, la presencia de áreas con comida orgánica, espacios para enviar correos y otros donde se brinda asesoramiento

financiero. En Bélgica, los locales tienen espacios específicos para cerveza artesanal. Mientras que en España existen sectores nuevos para tecnología. El grupo está lanzando un plan de transformación profundo denominado “CARREFOUR 2022”, con el objetivo de lograr un crecimiento rentable y sostenible que le permita mantenerse como líder mundial de su industria.



Universidad de  
**San Andrés**

## **Sección II: Análisis de la Industria y Posicionamiento Competitivo**

### **Capítulo I: Análisis de la Industria de Supermercados**

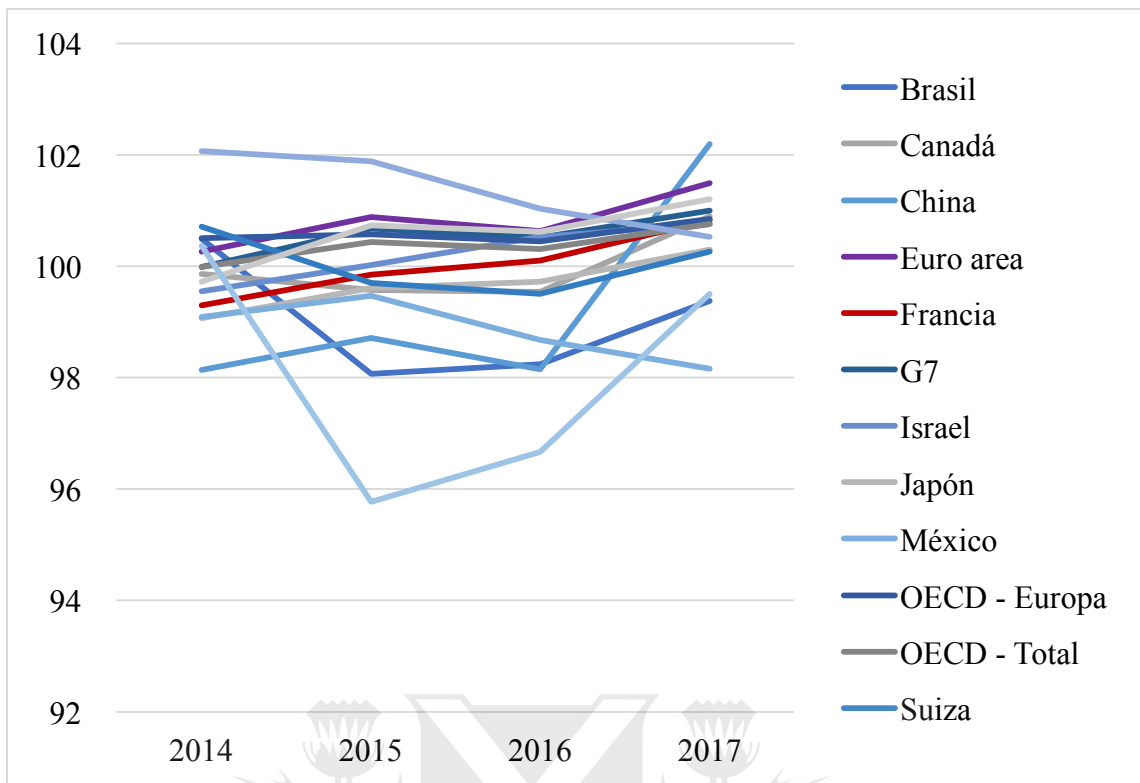
#### **a. Características Principales**

Según la Real Academia Española, un supermercado es un “establecimiento comercial de venta al por menor en el que se expenden todo género de artículos alimenticios, bebidas, productos de limpieza, etcétera, y en el que el cliente se sirve a sí mismo y paga a la salida”.

La industria minorista posee una capitalización de mercado de USD22,5 trillones, la cual representa aproximadamente el 30% del PBI mundial. Sin embargo, su mercado tiene una tasa de crecimiento baja que no supera el 3,5%, y donde la mayor influencia en este registro proviene del comercio electrónico. Una de sus características distintivas es su gran sensibilidad a los ciclos económicos, con lo cual sus mejores registros tienden a ser en períodos de expansión o crecimiento. Los factores de mayor relevancia que deberían ser considerados son inflación, ingreso per cápita, PBI, tasa de desempleo y precio de las materias primas (conocidas mundialmente como “commodities”). En muchos casos, puede que exista una alta correlación entre estos y los resultados de la industria, ya que el consumidor adapta sus decisiones de compra al impacto de estos ciclos en su poder adquisitivo.

De acuerdo a lo que expresa el Banco Central de la República Argentina, la inflación es el “aumento generalizado y sostenido en el tiempo en el precio promedio de los bienes y servicios disponibles en la economía”. Si el ingreso per cápita aumenta año a año, y supera la inflación, seguramente esto se vea reflejado en un mayor consumo. Un indicador clave para analizar esto es el Índice de Confianza del Consumidor (de ahora en más ICC; conocido mundialmente con las siglas CCI, por su término en inglés “Consumer Confidence Index”). Para confeccionarlo, por ejemplo, la OECD se basa en los planes de los hogares para efectuar compras y su situación económica, tanto en la actualidad como sus expectativas para el futuro. Por ende, una mayor confianza del consumidor en la economía hará que aumente el nivel de compras en cantidad y volumen. A continuación, se podrán ver dos gráficos que muestran las tendencias de los últimos años (2014-2017) de los países miembros del G7, G20 y la OECD que son referentes a nivel mundial en la industria minorista:

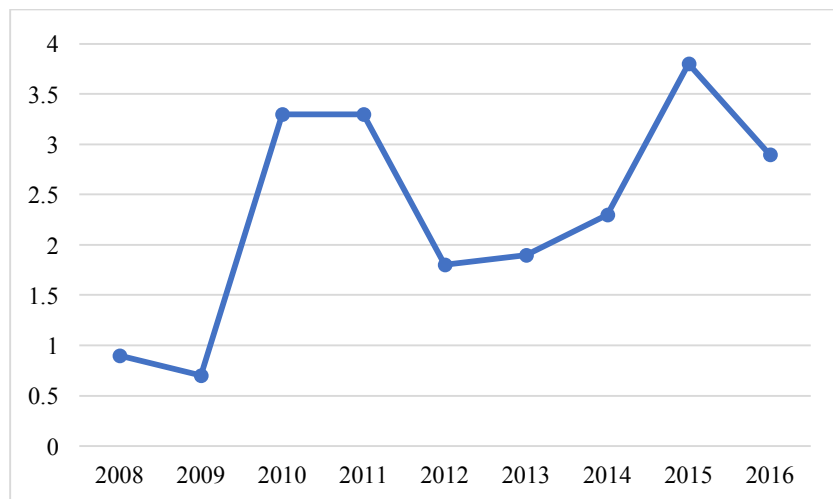
#### **Gráfico V: Evolución del ICC de Países Miembros del G7, G20 y OECD**



Fuente: Elaboración propia con datos de la OECD

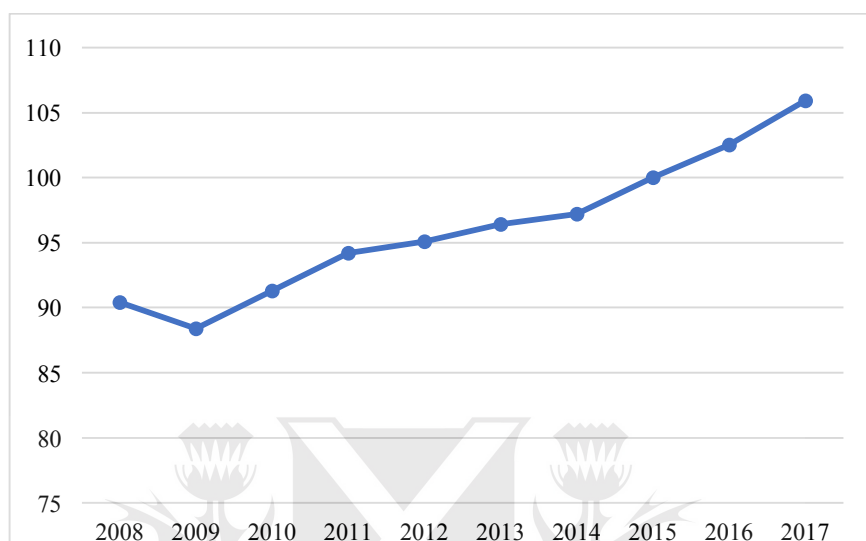
El gráfico muestra una tendencia alcista en la mayoría de los países, profundizada en este último año, que remarca la confianza del consumidor. Para obtener mejores conclusiones es importante compararlo con diferentes indicadores de las ventas minoristas. En este caso elegiremos datos de la economía de Francia, ya que Carrefour SA está radicada allí y buena parte de sus ventas dependen de su economía.

**Gráfico VI: Tasas Anuales de Variación del Volumen de Comercio Minorista (en %)**



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

**Gráfico VII: Volumen Anual de Negocios y Volumen de Ventas en el Comercio Minorista: Venta al por Menor de Alimentos, Bebidas y Tabaco (Índice 2015=100)**



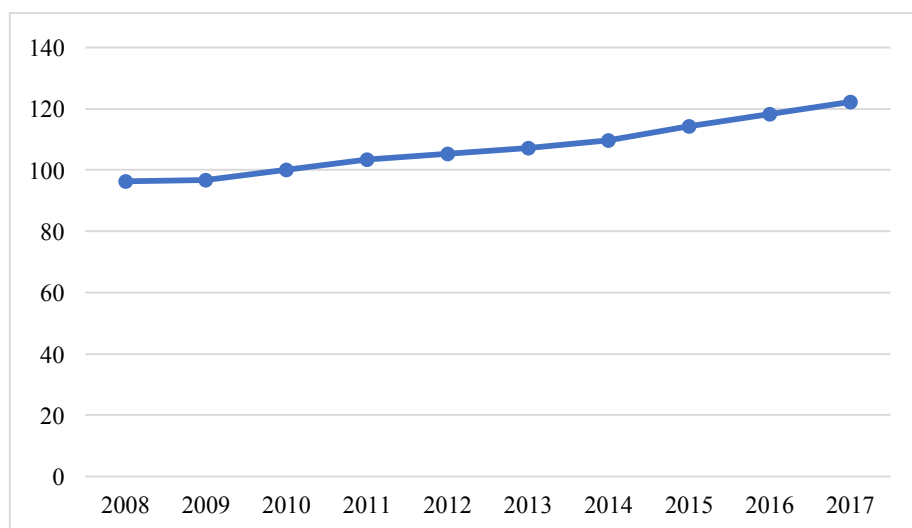
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

**Gráfico VIII: Variación Anual Ventas Minoristas (YoY)**



Fuente: Elaboración propia con datos de Country Economy

**Gráfico IX: Volumen de Ventas del Comercio Minorista Total en Francia (Índice 2010=100)**

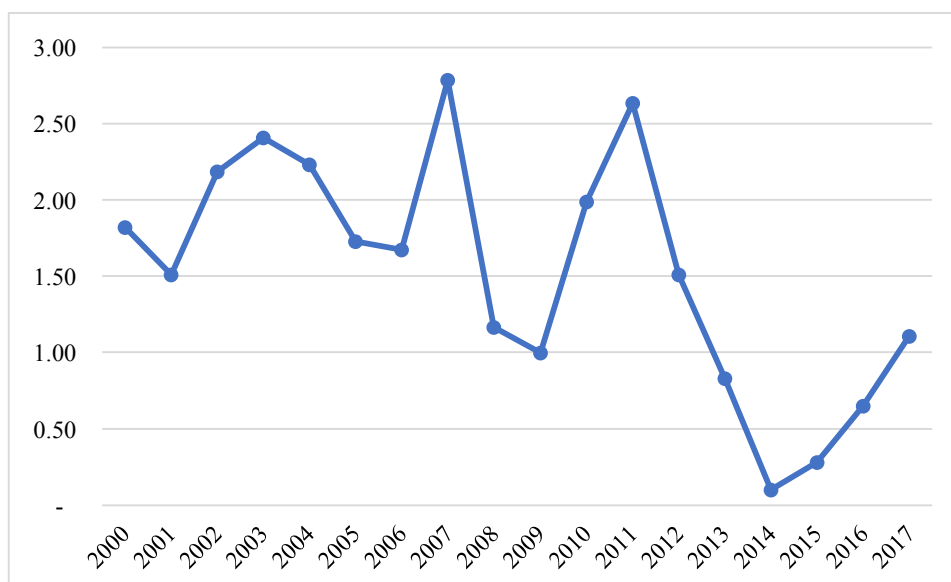


*Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat*

Las distintas fuentes consultadas demuestran que el volumen de ventas del sector en Francia está en constante crecimiento, más allá de algún año en que pueda tener un retroceso. Si analizamos el período en cuestión que informa la OECD (2014-2017) podemos ver que existe una correlación positiva entre la confianza del consumidor y el volumen de ventas del sector, porque tanto la actividad como el ICC crecen. Más aún, al determinar que el coeficiente de correlación entre el ICC y el volumen anual de negocios y volumen de ventas en el comercio minorista (venta al por menor de alimentos, bebidas y tabaco; Índice, 2015=100; Fuente: Eurostat) es + 0,99 podemos establecer que existiría una correlación positiva perfecta entre las dos variables. Esto supone una determinación absoluta entre las mismas (en sentido directo) y una relación prácticamente lineal perfecta (con pendiente positiva). (Ver anexo XI, página 136)

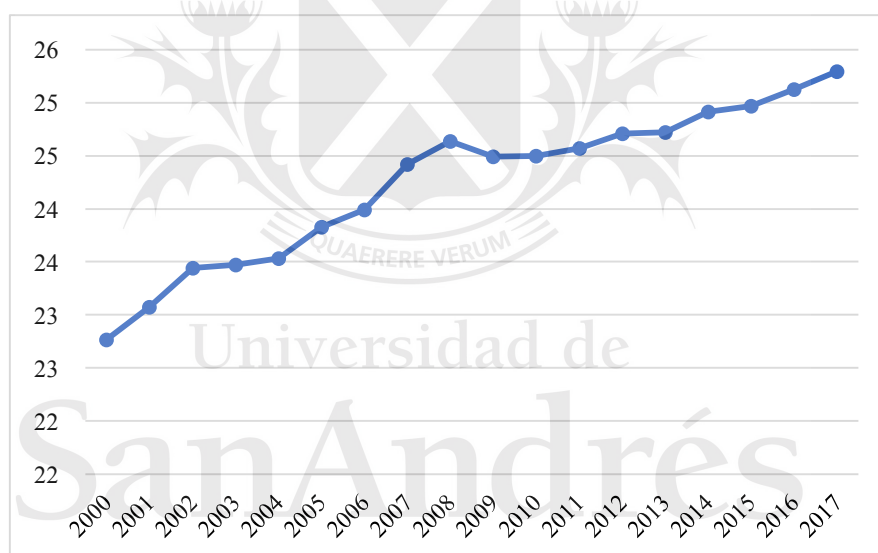
Hay otras comparaciones que sirven para determinar el tipo de correlación que existe entre la economía de Francia y las ventas de la industria de supermercados. El nivel de inflación y el índice de empleo obtenido en la página oficial del Fondo Monetario Internacional a lo largo del período 2008-2017 permiten sacar conclusiones, a pesar de que las variaciones anuales no son tan bruscas. Por un lado, la correlación obtenida entre el aumento generalizado y sostenido de los precios y la variación de las ventas (obtenidas para el mismo período de tiempo de Eurostat) es  $-0,38$ . Esto es un buen signo para la industria ya que se refleja una relación en sentido inverso. Contrario a esto, la correlación determinada de las ventas con el empleo es  $+0,96$ , prácticamente una nueva correlación positiva perfecta. (Ver anexo XI, página 136)

### **Gráfico X: Tasa Anual de Inflación (Francia) (en %)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI)

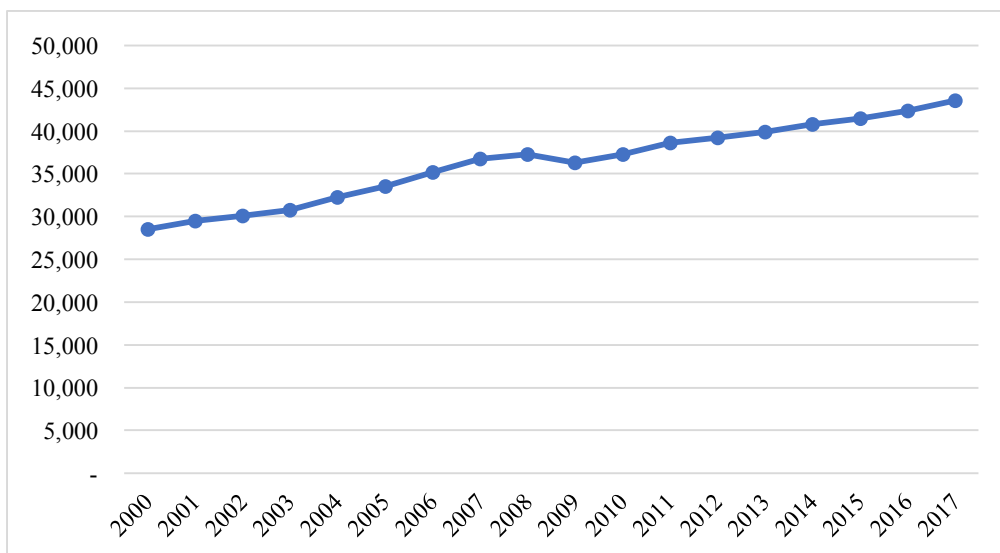
**Gráfico XI: Tasa Anual de Empleo (Francia) (en %)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI)

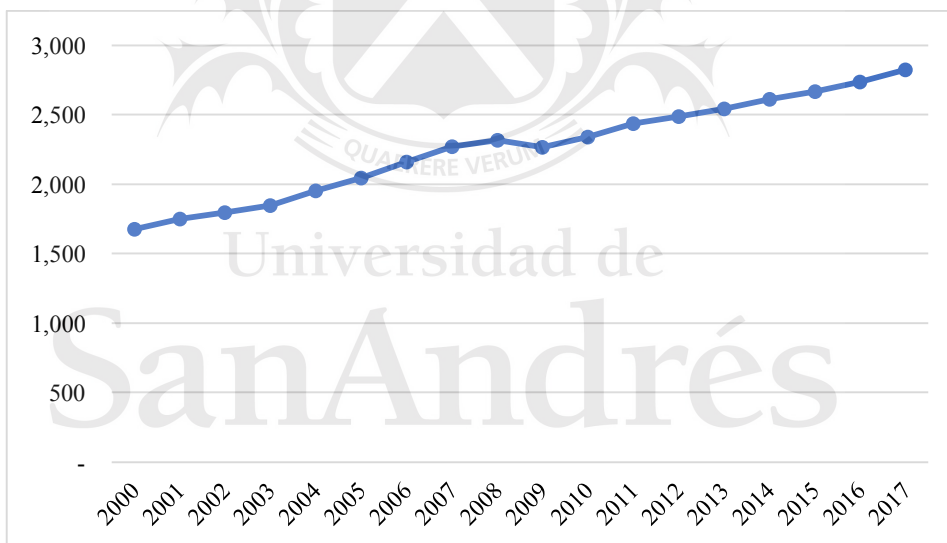
Otros indicadores de la economía de Francia que hemos mencionado anteriormente y que es importante analizar son el PBI y el desempleo. Como puede verse en los gráficos a continuación, el PBI per cápita ha ido creciendo y la tasa anual de desempleo ha ido fluctuando con un valor mínimo de 7,47% en 2008 y un máximo de 10,39% en 2015, dejando así un promedio entre 2008 y 2017 de 9,53%.

**Gráfico XII: PBI Per Cápita, a Precios Corrientes  
(Expresado en Paridad de Poder de Compra, en Dólares por Persona)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI)

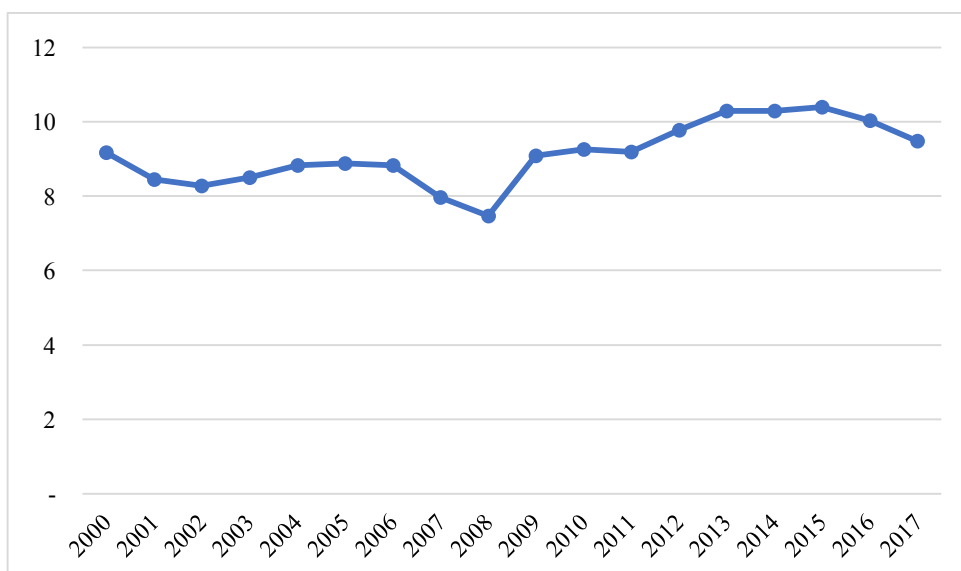
**Gráfico XIII: PBI a Precios Corrientes**  
**(Paridad de Poder de Compra, en Miles de Millones de Dólares)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI)

**Gráfico XIV: Tasa Anual de Desempleo (en %)**





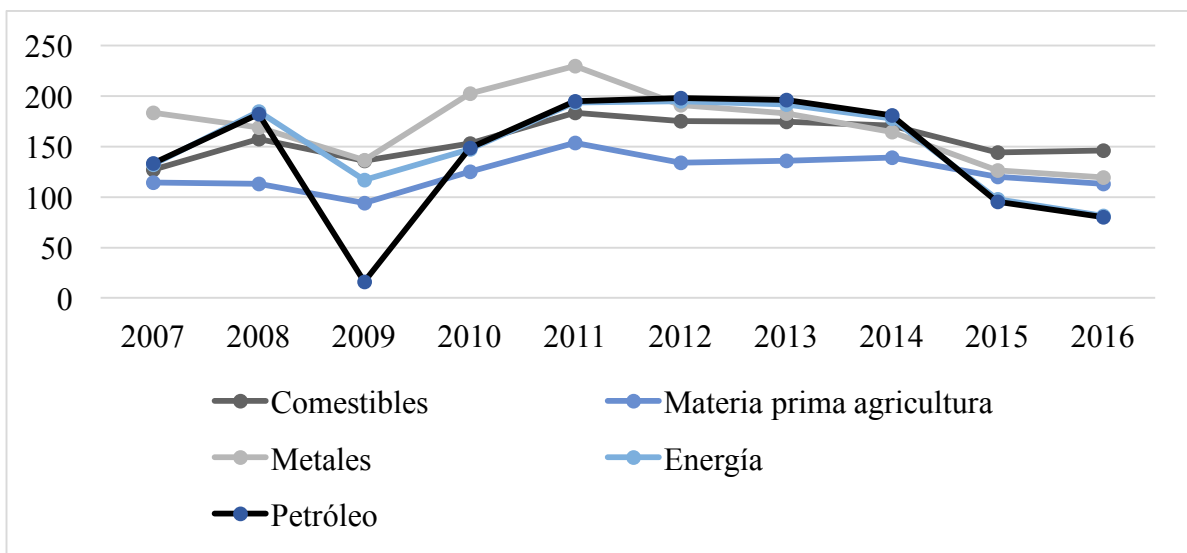
Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI)

Extrañamente, ambos índices no muestran una correlación acorde a lo esperado. Si analizamos el PBI, se esperaría que este crecimiento tenga una correlación positiva con el nivel de ventas. Tal es así que la correlación arrojada es de +0,99, lo cual indica que al igual que el caso del empleo, existe prácticamente una correlación positiva perfecta con las ventas.

Por su parte, la comparación con los valores de desempleo arroja un coeficiente de +0,56. Esto indicaría que a valores altos de una, la otra también debería tenerlos. Según la propia percepción de este último dato un tanto contradictorio, creemos que el crecimiento de la industria minorista en Francia ha logrado oponerse a la fluctuante y poco cambiante tasa de desempleo. De esta manera, este índice no tendría demasiada importancia a lo hora de establecer un análisis comparativo. (Ver anexo XI, página 136)

La correlación demostrada por estos indicadores y el creciente nivel de ventas confirman que la actividad ha crecido durante los últimos años. Cabe destacar que la pronunciada baja en el precio de las materias primas marcada con su caída durante la crisis internacional de 2008 y en estos últimos 3 años, ayudaron también a que el costo de producción disminuya. A continuación se puede ver un detalle de la variación de estos precios desde 2007 a 2016 aportado por el Fondo Monetario Internacional que ayuda a entender el concepto anteriormente mencionado.

**Gráfico XV: Índice de Precios de Materias Primas 2007-2016**  
(2005=100; en Dólares Estadounidenses)



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional

Cabe remarcar que analizar la correlación de distintas variables en una economía estable como la de Francia es útil para hacer interpretaciones como las remarcadas, pero difícilmente estas sean concluyentes.

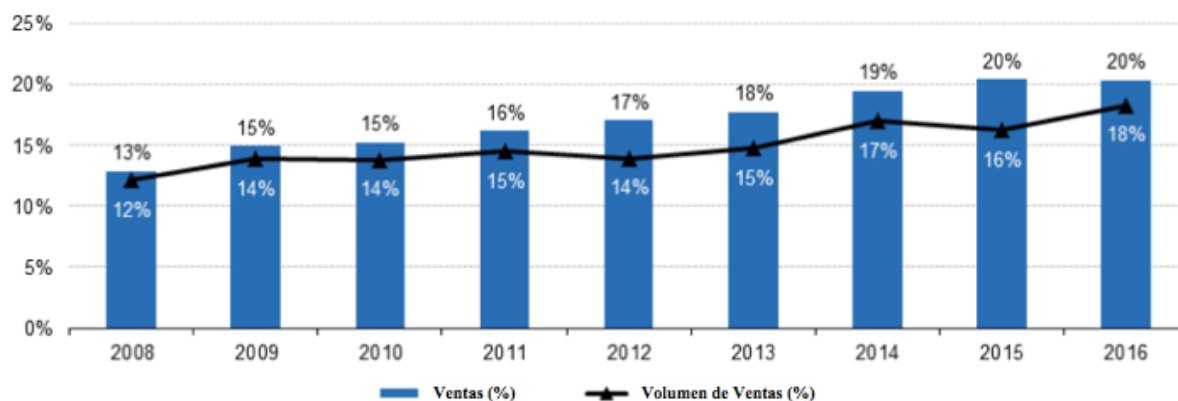
#### b. Proyecciones Futuras

La industria de supermercados se ha transformado considerablemente en los últimos años, impulsado por los cambios que ha provocado el desarrollo de internet, la tecnología y la digitalización. Hoy en día, los formatos de venta tradicional están siendo desafiados por el e-commerce, un canal de venta cada vez más relevante y que genera enormes desafíos, tanto económicos como operacionales.

La clave principal para los próximos años será aprovechar las nuevas plataformas de ventas y perfeccionar la logística, ya que los formatos de consumo por internet o desde un teléfono móvil insuermen gran despliegue logístico. En este sentido, que aún no esté tan consolidado este mercado podría indicar que es el momento indicado para que las empresas se enfoquen en él. Buena parte de los recursos deben ser invertidos en nuevas tecnologías que permitan acercarse a los viejos y potenciales clientes. Se estima que en un futuro inmediato la mayoría de los consumidores utilizará al menos un medio electrónico para efectuar sus compras. Muchos consumidores hoy en día acceden al consumo digital y buscan información inmediata que les permita realizar comparaciones al instante y a su medida. También encuentran en esta forma de consumir un medio que les permite ahorrar tiempo, costos y les brinda comodidad. No quedan dudas que esta tendencia se incrementará en el corto plazo y las empresas deben tenerlo en

cuenta. A continuación, a modo ejemplo se puede ver un gráfico que demuestra que el crecimiento de las ventas y el volumen en el comercio electrónico de la Unión Europea ha crecido sostenidamente en los últimos diez años, pero aún no ha sido tan pronunciado:

**Gráfico XVI: Variación anual de Ventas de Comercio en Línea en la Unión Europea**



Fuente: Eurostat

En términos de márgenes, en Francia se anticipa una baja principalmente por la sostenida batalla de precios y las permanentes campañas de descuentos llevadas a cabo para mantener/aumentar el nivel de ventas y lograr una mayor fidelización del cliente. En los últimos años esto se ha vuelto muy común y no se espera que disminuya, sino que al menos se sostenga. Dado que los márgenes de los países emergentes donde están posicionadas muchas empresas globales se han mantenido y/o aumentaron, puede ser una buena opción aumentar el grado de exposición en estos.

Por distintos motivos, se espera que la evolución en el nivel de ventas no crezca pronunciadamente en los próximos años. Es de conocimiento la alta competencia que existe en el sector y que los mercados están un tanto saturados. Las perspectivas de crecimiento de los países en los que está involucrado Carrefour son dispares:

- Por un lado, se espera que Francia y la mayoría de los países europeos continúen con su bajo, pero sostenido crecimiento. Tal cual se vio en 2017, se espera que las mejoras salariales, la moderada inflación y algunas proyecciones generales con mejoras, continúen generando confianza en el consumidor. En Latinoamérica, ante la salida de los gobiernos populistas y un período de recesión, las economías tenderán a consolidarse para lograr por fin un crecimiento prolongado, aunque no exageradamente grande. En el corto plazo, se esperan bajas en la inflación, mejora del tipo de cambio, y

principalmente el crecimiento del PBI per cápita, dando origen a un aumento del consumo que se trasladaría a las ventas del sector minorista. En Argentina, a pesar de que el crecimiento en 2017 fue más bajo (2,8%) y la inflación más alta (24,8) de lo que había previsto el Banco Central (IPC: 21% y PIB: 3%), se continuó avanzando en los objetivos planteados por el nuevo gobierno liderado por Mauricio Macri. Las medidas tomadas en pos de promover la inversión extranjera, el consumo y el crecimiento del empleo, reducir el déficit fiscal y normalizar la inflación han mostrado efectos positivos. A pesar de ello, se espera que en los próximos años podría haber una desaceleración de la economía, un escenario complejo en torno a la inflación y el tipo de cambio. Sin duda, esto podría afectar al consumo y, por ende, a la industria. En tanto, la economía de Brasil, luego de dos años seguidos de una contracción del PIB cercana al -3,5%, mostró un crecimiento cercano al 1% en 2017. La inflación cerró el año con un valor cercano al 3%. A pesar de que la tensión política vivida con la posible destitución de Michel Temer de la Presidencia generó incertidumbre en el país, la economía de Brasil ofreció señales de mejora. A la mencionada inflación, cabe agregar que la política monetaria expansiva y la evolución positiva de las exportaciones dieron impulso a la economía, y ciertos indicadores como la confianza del consumidor (ICC) y de negocios (ICEI) han mostrado una tendencia positiva durante 2017. Buena parte de las estimaciones y de la implementación de las reformas planteadas por Michel Temer dependerán de las nuevas medidas que tome el nuevo gobierno de Jair Bolsonaro. En tanto, en Asia y principalmente China, las tasas de crecimientos deberían ser las más altas de los mercados en que se encuentra posicionado Carrefour.

- Como se ha visto anteriormente, los índices de confianza del consumidor de la mayoría de los países analizados han ido en alza en los últimos dos años y se espera que esto persista.
- La estabilidad del precio de las materias primas podría ser un factor importante para tener en cuenta, ya que de esta manera se puede considerar que los costos de producción no aumentarán.
- De acuerdo a MarketLine, el mercado minorista en línea en Europa creció un 12,2% en 2015 para alcanzar un valor de USD210 mil millones. Para 2020, se espera que el mercado minorista en línea europeo tenga un valor de USD353,9 mil millones, un aumento del 68,4% desde 2015.

- La presencia de conflictos geopolíticos en determinados lugares puede ser un condicionante para la empresa. Los buenos resultados de ventas que muestra Turquía, por ejemplo, se contraponen con su inestabilidad económica y política, que podrían ser un condicionante para buscar una mayor presencia allí.
- Cabe destacar que buena parte de la población mundial está modificando sus hábitos de consumo. Desde hace unos años, existe una tendencia nueva a consumir productos orgánicos y/o naturales que debe ser atendida. La concientización de la gente por la salud y el cuidado del medioambiente son el principal motor de ello. También influyen mucho las permanentes campañas de concientización, los acuerdos firmados entre países y el fomento constante de llevar una vida sana y equilibrada. La principal amenaza en este sentido es la compañía estadounidense Whole Foods Market (adquirida hace poco tiempo por Amazon.com, Inc.), pionera en este rubro y que seguramente buscará expandirse a nivel mundial. Los supermercados no deben dejar de lado este segmento, porque podría implicarles una pérdida pronunciada de clientes sino logran adaptarse a esta tendencia.
- Se estiman que las fusiones y adquisiciones continuarán en ascenso, dada las dificultades que existen en el mercado para ganar espacio orgánicamente. Son una forma muy efectiva a la que los grandes grupos suelen recurrir. Por ejemplo, en 2015 Kroger Co ganó enorme participación en el mercado mundial al unirse a Roundy's. En 2016 se fusionaron Royal Ahold y Delhaize Group SA para convertirse en Ahold Delhaize. Por su parte, la mencionada compra de Whole Foods por parte de Amazon es otro caso emblemático en la industria. Cabe tener en cuenta que los cambios en los hábitos de consumos mencionados anteriormente y la necesidad que tienen las empresas de adaptarse a ellos de inmediato son un factor crucial como fomento de estas transacciones.
- La competitividad y la guerra de precios en el mercado europeo generó que muchos grupos busquen establecer alianzas estratégicas. Con la tendencia en alza de esta competencia, se estima que se profundicen aún más. Un ejemplo concreto es el de Carrefour que en 2017 firmó acuerdos con Fnac Darty y Showroomprivé, y en los próximos años tiene como prioridad establecer más asociaciones. Mismo caso aplica para el acuerdo establecido entre Casino y la firma británica líder en el comercio electrónico Ocado, con el que se buscará trasladar toda la experiencia de Ocado al mercado francés.

## **c. Análisis Competitivo de la Industria**

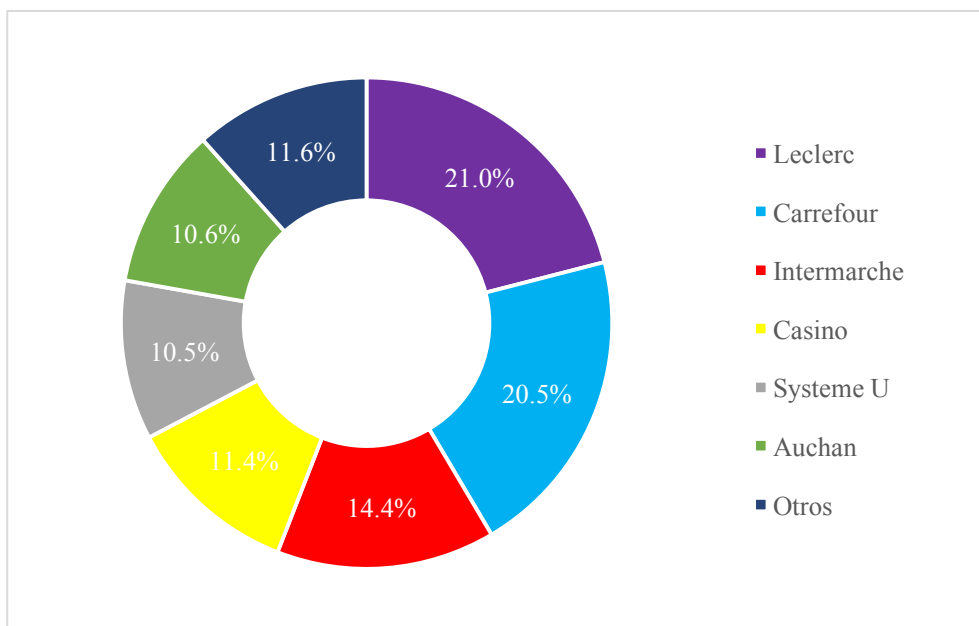
### **1. Composición del Mercado**

La industria minorista de alimentos es muy competitiva y posee un acotado número de participantes fuertes. Dado que la mayor actividad de Carrefour está en Europa y Latinoamérica, nos concentraremos en estos, haciendo hincapié en su mercado principal: Francia.

La industria francesa es una de las más maduras a nivel mundial y cuenta un alto grado de consolidación y competitividad. Desde hace unos años, la industria en general atraviesa una etapa de crecimiento bajo pero a la vez estable. En 2017, se registró un aumento aproximado del 2% de su valor total y las proyecciones para el año entrante son superadoras. Se estima que su capitalización de mercado es de USD5,5 trillones y se espera que el creciente mercado electrónico supere los USD80 mil millones. Este último está poblado por empresas internacionales como Amazon, eBay y Groupon, que se encuentran entre los sitios web más populares. También hay una gran cantidad de empresas locales que desempeñan un papel vital en la desarrollo de este nicho. Tal es el caso de Cdiscount, propiedad del Grupo Casino, que desde su adquisición por parte de este grupo, ha sabido aprovechar sus redes de distribución para proporcionar un costo más bajo y un servicio de entrega más rápido a sus clientes. Por su parte, otro jugador fuerte es Fnac Group, que recientemente ha adquirido Darty France y su red de más de 220 tiendas.

La industria francesa se caracteriza por estar muy concentrada en pocas empresas, a tal punto que sólo seis de ellas poseen prácticamente el 90% de la facturación. Peor aún, quienes la lideran, el Grupo Leclerc y el Grupo Carrefour, poseen más del 40% de participación de mercado. A partir de este último año Leclerc ha logrado superar a Carrefour y convertirse en el jugador principal de la industria minorista de Francia. Sin embargo, Carrefour ha mantenido su predominio como la marca de comida francesa con mayor valor. A continuación, podemos observar un gráfico con las principales empresas y una aproximación de la distribución en el mercado de cada una a fines del último año:

### **Gráfico XVII: Integrantes de la Industria minorista de Francia**



Fuente: Kantar

Con respecto al mercado europeo, existen muchos grupos con un peso importante en el sector. En España aparece Distribuidora Internacional de Alimentación SA, conocida comúnmente como “Día”, que en 2017 registró ventas por más de €8.500 millones. En Portugal, Jerónimo Martins SGPS SA es un jugador fuerte y tuvo ventas por más de €16.000 millones. En tanto, en Gran Bretaña existe Tesco PLC que el último año obtuvo ventas mayores a € 67.000 millones y quien recientemente firmó un acuerdo estratégico con Carrefour.

En 2016, la industria minorista de Brasil ha generado ventas por más de 500 mil millones de reales. Los supermercados canalizaron el mayor porcentaje, registrando casi 340 mil millones, los centros comerciales aproximadamente 158 mil millones y las ventas a través del comercio electrónico alcanzaron más de 44 mil millones de reales. El número de compañías registradas superó los 200 mil y, a pesar de eso, la mayor parte del mercado está concentrada en cinco jugadores: Cencosud, Carrefour, Companhia Brasileira de Distribuição SA (DIA), Grupo Pão de Açúcar (GPA) y Wal-Mart. Se estima que el resto de las empresas conserva poco más del 25% de participación. Por su parte, el número de empleados registrados en 2016 por la industria fue de 7,5 millones.

**Tabla I: Cantidad de Tiendas y Área de Ventas de principales jugadores en Brasil**

	<b>Cantidad de Tiendas</b>	<b>Área de Ventas (m2)</b>
<b>Walmart</b>	465	2.770.740
<b>Grupo Pão de Açúcar (GPA)</b>	1081	1.811.000
<b>Carrefour</b>	551	1.738.244
<b>Compañía Brasileira de Distribución SA (DIA)</b>	756	1.237.000
<b>Cencosud</b>	204	572.664

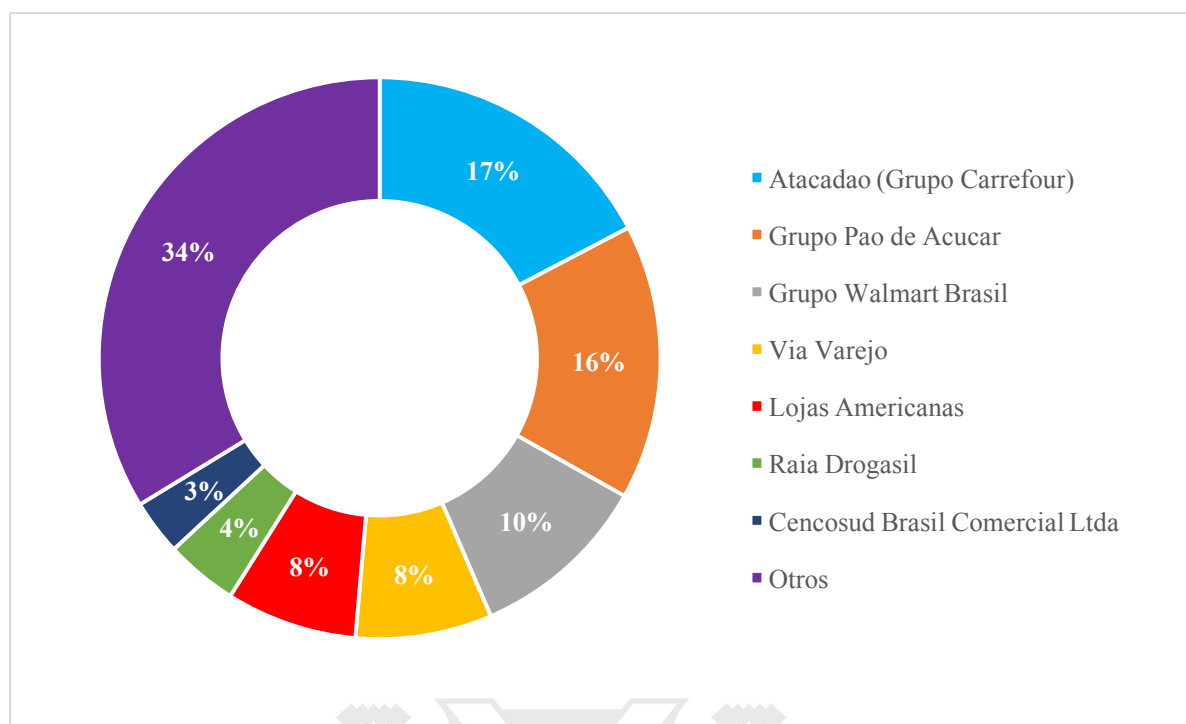
*Fuente: Reportes Anuales*

La economía de Brasil ha atravesado un período de recesión durante los últimos años, marcada por la devaluación de su moneda, caída de los salarios, inflación alta y una merma en la confianza del consumidor. Dada su fuerte correlación positiva con la economía en general, el comercio minorista fue uno de los sectores más golpeados. Esto ha generado un proceso de reestructuración en donde varios integrantes decidieron desprenderse de sus activos. La caída en el valor del Real fue sin dudas un detonante en los resultados de los inversores extranjeros, que sufrieron un impacto negativo en sus resultados.

Sin embargo, en línea con la recuperación económica del último tiempo, a comienzos de 2017 el sector empezó a mostrar buenas señales. Buena parte de ello se debe a la desaceleración de la inflación, la disminución de los costos de endeudamiento, las mejoras del mercado de trabajo y las medidas activas del gobierno para promover el consumo. Sin duda, esto ha generado expectativas para el futuro y ha llevado a varios jugadores fuertes a apostar por expandirse ya sea abriendo nuevas tiendas, fusionándose con otras compañías o bien realizando acuerdos comerciales. También ha sido muy importante para mantener buenas perspectivas el continuo crecimiento en las ventas de nichos nuevos como lo son las tiendas mayoristas y el comercio electrónico y a través de telefonía móvil. En el período 2016-2017, se estima que más de 20 inversionistas extranjeros ingresaron o expandieron sus posiciones en el sector minorista a través de fusiones y adquisiciones por un total mayor a los mil millones de dólares. En vistas al futuro, se espera que hacia 2020 el mercado alcance un valor superior a los 710 mil millones de reales. Esto representaría una variación compuesta de crecimiento promedio (en adelante “TCCP”. En inglés se la conoce comúnmente como CAGR, cuyo significado es “Compound average growth rate”) del 7,5% con respecto a 2016.

### **Gráfico XVIII: Integrantes de la Industria minorista de Brasil**





Fuente: Factset

En Argentina, la actividad comercial en 2016 estuvo liderada por la industria de supermercados que alcanzó a registrar ventas por más de \$290 mil millones (esto representa aproximadamente el 57% del total de las ventas), seguidas por minoristas en línea (20%), tiendas de electrónica y electrodomésticos (13%) y centros comerciales (10%). El sector minorista fue dominado por Carrefour Argentina, con ventas de aproximadamente \$48 mil millones, seguido por Jumbo Retail Argentina (Ventas: \$39 mil millones), Coto CIC SA (Ventas: \$33,5 mil millones) e Importadora y Exportadora de la Patagonia SA (Ventas: \$25 mil millones).

Tal como ocurre en Francia y Brasil, unos pocos grupos privados dominan el mercado con una cuota de participación muy alta. En este último año mencionado, solamente nueve empresas obtuvieron más del 36% de los ingresos netos del sector. Aún así, esto muestra una disminución respecto a 2011, en la cual el porcentaje registrado fue de casi 40%. Buena parte de esta baja puede estar explicada por el avance del comercio electrónico, aunque todavía es un nicho que la sociedad no ha puesto en práctica masivamente. Mercado Libre es la compañía más grande y se estima que en 2016 tuvo una participación de mercado de casi 4%. Con el enorme crecimiento que ha mostrado en 2017 y su primera y exitosa oferta pública, creemos que es un jugador importante a revisar para los próximos períodos. Desde hace unos años, representa el canal más dinámico, con ventas reales que se expandieron a una TCCP superior al 19% durante

el período 2011-2016, y ha alcanzado una participación del 20% en la facturación del sector minorista. Uno de los segmentos con mejor desempeño es el de comida, bebidas y productos de limpieza, que ha tenido un aumento en las ventas de aproximadamente 40% en términos reales.

Durante estos últimos años, una serie de factores estructurales internos han afectado negativamente a la mayoría de los canales minoristas y dieron lugar a la aparición de un competidor con cada vez mayor presencia, hasta entonces impensado: las tiendas de venta al por mayor. Con una economía estancada y los precios en constante alza, los consumidores comenzaron a inclinarse por la estrategia de estos supermercados. Tal es así que las ventas reales de las cadenas de alimentos al por mayor como Makro, Vital y Diarco, entre otras, aumentaron un 3% en términos reales durante el primer semestre de 2017, en comparación con una disminución del 4,6% en el canal de supermercados. A pesar del sólido rendimiento de este canal, existen algunas incertidumbres al respecto por los persistentes altos costos de logística y transacción.

## **2. Barreras de Entrada**

Michael Porter desarrolló el concepto de barrera de entrada durante su estudio de posicionamiento en un mercado y no es más que la conceptualización de las dificultades que puede encontrar una empresa o una marca para introducirse en él.

Una de las barreras de entrada más importantes en la industria minorista es la económica. Los requerimientos de capital iniciales son altos, ya que es indispensable invertir en bienes de capital. A su vez, para desarrollar una estructura eficiente y mejorarla, también es necesario el desembolso de grandes sumas de dinero prolongadas en el tiempo. En caso de querer lograr espacio en el mercado inicialmente es necesario incurrir en gastos de publicidad. También existe la posibilidad de pensar en una fusión, situación en la cual el desembolso de dinero sería aún mayor.

Por otro lado, como en todo negocio, es necesario prestarles atención a los costos. La industria minorista se caracteriza por tener una amplia variedad, con lo cual aquellos participantes que logren trabajar con economías de escala serán los que obtendrán mejores resultados y a la larga perdurarán en el tiempo. Existe una gran variedad de productos y participantes en el mercado, lo que genera que haya mayores opciones para los clientes. Por esta razón es que será aún más

vital trabajar en este factor para obtener una flexibilidad tal que le permita a una empresa desarrollar diferentes estrategias. En este sentido, la detección de los proveedores indicados será un factor preponderante para alcanzar un funcionamiento adecuado.

En la mayoría de los países, existe una amplia gama de leyes y reglamentos que rigen sobre la operación de un establecimiento abierto al público. A su vez, existe una fuerte protección al consumidor y regulaciones específicas para ciertas actividades que indirectamente podrían afectar a la actividad minorista. Entre otras, pueden mencionarse la banca, los seguros, la cadena de suministro, los bienes raíces y el medio ambiente. Para todo ello, es necesario contar con un departamento legal que se dedique a monitorear la regulación específica de cada país. De esta manera, se considera que existen barreras medias, ya que por lo general los requisitos no suelen variar demasiado de un país a otro.

### 3. Las Cinco Fuerzas de Porter

Michael Porter desarrolló un modelo que permite analizar una industria mediante la determinación de cinco claves a las que se les asigna su grado de influencia. En este caso, se puede aplicar el mismo para la industria minorista:

**Figura I: Las Cinco Fuerzas de Porter en la Industria de Alimentos Minorista**



- **Barreras de entrada → Media.** Las barreras de entrada son relativamente bajas, ya que no es difícil establecer una empresa. Pero al ser complicado alcanzar grandes volúmenes y economías de escala, penetrar en la industria para un nuevo integrante es un reto poco probable.
- **Amenaza de productos sustitutos → Alta.** La enorme variedad de productos que existe en el mercado le otorga al consumidor un gran poder. Con el gran crecimiento del comercio en línea, los cambios en las preferencias del consumidor y la reciente compra de Whole Foods, Amazon se ha convertido en una gran amenaza a nivel mundial.
- **Poder de los clientes → Medio.** Existen muchos jugadores e infinidad de productos que amplían la variedad de opciones para un cliente, que a la hora de definir su elección podrán sustentarla en un mejor precio o en su gusto personal. Igualmente, cabe destacar que su poder de negociación en términos de precio es prácticamente nula. Prácticamente, no existen costos por ejercer un cambio de producto, lo cual atenta contra la fidelización del cliente.
- **Poder de los proveedores → Bajo.** Existe una gran cantidad de proveedores con un poder de negociación bajo, lo cual simplifica la posibilidad de cambiarlos sin mayores problemas. Esto no ocurre en el segmento de productos de alta calidad.
- **Grado de competencia → Alto.** De acuerdo a los aspectos detallados anteriormente, queda claro que la competencia en la industria es feroz. El grado de rivalidad se acentúa en el segmento de precios bajos, donde desde hace un tiempo existe una disputa permanente que ha contribuido negativamente en los márgenes de la industria. Todos los territorios donde opera Carrefour son competitivos, pero especialmente Francia en donde se ha desatado una especie de “guerra de precios” entre los líderes como Auchan, Carrefour, Casino, Intermarche y Leclerc.

En conclusión, la industria minorista no parece ser atractiva en tanto se destaca por su alta competencia, bajos márgenes, amenazas de productos sustitutos y nuevos participantes, y un mediano poder de los clientes. Sin duda, estos argumentos atentan contra cualquier recomendación que se pueda hacer de la industria.

## Capítulo II: Análisis Competitivo de Carrefour

### a. Posicionamiento de Mercado

En 2016, Carrefour SA fue el octavo minorista más grande del mundo. Su negocio principal de comida generó prácticamente el 96% de sus ventas y con él ocupó el cuarto lugar detrás de Wal-Mart Stores Inc, Kroger Co y Schwarz Beteiligungs GmbH en ese segmento. La compañía continúa invirtiendo en su estrategia de formato múltiple, que está incrementando su preponderancia en formatos de conveniencia. Esto se vio reflejado en una aceleración de las aperturas de tiendas, entre ellas en Brasil, España, Polonia y China. Se estima que entre 2011 y 2017, agregó más de 2.000 tiendas de conveniencia a su red, lo cual representó un aumento del 42% en proporción a la cantidad que tenían en 2011. Al mismo tiempo, solamente incrementó la cantidad de hipermercados en 76, provocando la disminución de la presencia de este formato de tienda del 15% a un 12%.

La compañía ha respondido a un entorno minorista extremadamente desafiante y competitivo en el mercado europeo, que generó poco más del 70% de sus ventas minoristas totales en 2017. Para ello, entre otras decisiones, Carrefour optó por desinvertir en operaciones internacionales no rentables, introducir precios más competitivos en Francia, afectando los márgenes de ganancia, ajustar su oferta de comestibles y profundizar su expansión hacia regiones más dinámicas de la industria. Tal es así, que en este período Latinoamérica fue el segmento que mayor aumento porcentual tuvo en tiendas. Pasó de tener 583 a 1.014 locales, lo cual representa un 74% de crecimiento. A pesar de esto, cabe recalcar que, para combatir la extrema competencia en Europa, en Francia y los demás países europeos se generaron más aperturas. En total, se registraron 1.087 y 527 nuevas tiendas, respectivamente.

Por otro lado, como hemos mencionado anteriormente, durante 2011-2016 el mercado se vio marcado por varias fusiones y adquisiciones donde los grandes actores buscaron perfeccionar sus economías de escala para así mantenerse competitivo y preservar los márgenes. Algunos de los ejemplos más resonantes fueron la fusión en 2015 del gigante estadounidense Kroger con Roundy's y en 2016 de Royal Ahold y Delhaize Group SA para formar Ahold Delhaize. La siguiente tabla se muestra los cambios de liderazgo a nivel mundial de los últimos años en la industria minorista:

**Tabla II: Posicionamiento a Nivel Mundial**

Compañía	Tendencia	2013	2014	2015	2016	% Participacion 2016
Wal-Mart	Sin Cambios	1	1	1	1	10.1%
Kroger Co	Alcista	6	4	2	2	3.0%
Schwarz Beteiligungs	Sin Cambios	3	3	3	3	2.7%
Carrefour	Bajista	2	2	4	4	2.5%
Aldi Group	Sin Cambios	5	6	6	5	2.2%
Tesco	Bajista	4	5	5	6	1.9%
Ahold Delhaize	Alcista	-	-	-	7	1.9%
Seven & I	Alcista	9	9	8	8	1.8%
Auchan Group	Bajista	7	7	7	9	1.7%

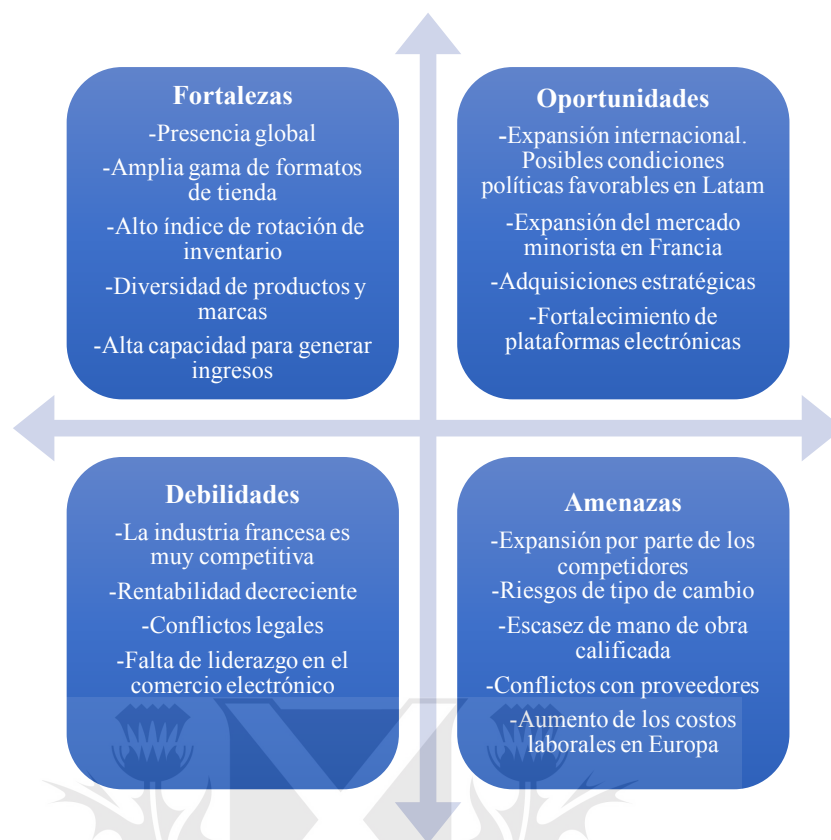
Fuente: Euromonitor

### b. Análisis F.O.D.A

El análisis F.O.D.A es una herramienta que permite identificar las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de una empresa. Su objetivo radica en identificar los factores que afectan a una compañía en el logro de sus metas. Existen factores externos que se canalizan como oportunidades y amenazas, y que deben ser tenidos en cuenta para captar beneficios o cubrirse de posibles inconvenientes. Por otro lado, existen factores internos que en este análisis se puntualizan como fortalezas y debilidades, y que no son más que las ventajas y desventajas propias de una industria.

Como hemos mencionado, Carrefour es uno de los principales minoristas en el mercado europeo. Diversidad de productos y marcas, alto índice de rotación de inventario, amplio rango de formatos de tiendas y su presencia global son las principales fortalezas de la empresa. Mientras que la disminución de la rentabilidad y los litigios siguen siendo las principales áreas de preocupación. En el futuro, la expansión de los competidores, la escasez de mano de obra calificada, los riesgos de tipo de cambio y los riesgos externos asociados con los proveedores podrían afectar sus resultados. Sin embargo, adquisiciones estratégicas, la expansión del mercado minorista en Francia y la expansión internacional son oportunidades que la compañía está dispuesta a tomar. A continuación, una figura que resume lo mencionado anteriormente:

**Figura II: FODA Carrefour**



*Fuente: Elaboración propia con datos de MarketLine y Euromonitor*

#### **i- Fortalezas**

Una de las mayores fortalezas de Carrefour es su presencia global. Las operaciones geográficamente diversas ayudan a la empresa a mitigar diversos riesgos asociados con la dependencia excesiva de un país/región en particular, y con ello lograr economías de escala y un mejor desempeño financiero. Carrefour cuenta con casi 12.300 tiendas y franquicias en distintos países de Europa, Asia y América Latina. En la región europea, más del 90% de sus tiendas están distribuidas en Francia, Bélgica, España, Italia, Polonia y Rumania. El resto, se ubican en Grecia, Chipre, los Balcanes, los Países Bajos y Turquía. En América Latina, la compañía tiene presencia en Argentina y Brasil. En Asia, opera en China y Taiwán. En el año fiscal 2017, Francia aportó el 45,4% de los ingresos totales de la empresa, seguido del resto de Europa con el 26,8%, América Latina con 20,3% y Asia con 7,5%.

Más aún, Carrefour opera una variedad de formatos de tiendas para satisfacer las distintas necesidades de sus clientes que incluye hipermercados, supermercados, tiendas de conveniencia y mayoristas. También cuenta con presencia en el comercio electrónico de Francia con carrefour.fr y ooshop.fr. Así, es capaz de lograr una mayor penetración de mercado y abarcar

distintos grupos de consumidores. Sin dudas, las tiendas de conveniencia son una ventaja competitiva clave para Carrefour ya que los clientes las prefieren cada vez más sobre otros formatos de venta minorista. El enfoque de la compañía en fortalecer aún más la presencia en este segmento le permitirá aumentar su participación de mercado.

Otra fortaleza que presenta es un alto índice de rotación de inventario. En el año fiscal 2017, Carrefour informó una tasa de rotación de inventario de 9,1, en comparación con Casino, uno de sus competidores más fuertes en Francia, que reportó una rotación de inventario de 7,3 veces. En términos de días, la compañía tarda 40 en vender su inventario en comparación con los 50 días que le lleva a Casino. Mejorar el índice de rotación de inventario y disminuir los días de rotación de inventario es importante para que la compañía incurra en menores costos de mantenimiento, lo que ayuda a mejorar su rendimiento operativo.

En el año 2017, los ingresos totales de Carrefour fueron de €80.975 millones, mientras que Casino, registró ingresos de €37.822 millones. A fines del año fiscal 2017, Carrefour operaba 12.300 tiendas (operadas por la empresa o franquicias), mientras que Casino operaba un total cercano a las 12.271 tiendas con similar distribución geográfica. La diferencia en el total de ingresos demuestra la gran capacidad de generación de dinero por tienda que tiene Carrefour.

Por último, Carrefour ofrece una amplia gama de productos que se venden bajo varias marcas nacionales y privadas como Tex, BIO, etc. La combinación de una base de productos diversificada y marcas globales reconocidas atrae a un gran número de clientes y ofrece opciones que se adaptan a sus necesidades específicas.

## **ii- Oportunidades**

Carrefour tiene la intención de ampliar su red a través de la apertura de tiendas y adquisiciones en los mercados internacionales. En el año fiscal 2015, la compañía abrió 1.436 nuevas tiendas. En Argentina se produjo la apertura de 19 nuevas tiendas de conveniencia Express y 2 supermercados. En Polonia, se abrieron 108 nuevas tiendas de conveniencia y se adquirió Galería Alkoholi, para mejorar su presencia minorista en 38 tiendas. En Taiwán, abrió 11 supermercados y dos hipermercados y se renovaron otras 10 tiendas. En Rumania, se firmó un acuerdo con Rewe para adquirir 86 tiendas Billa, logrando así convertirse en el operador líder de supermercados de este país. Se alcanzaron nuevos mercados con distintas aperturas de sus primeros hipermercados en Costa de Marfil junto con CFAO, en Armenia con Majid Al Futtaim



y en Argelia con el grupo UTIC. En Shanghai se lanzó un sitio de comercio electrónico, logrando ofrecer más de 15.000 productos. Al cierre de este año, la empresa contaba con presencia en 35 países.

En 2016, Carrefour abrió en China un nuevo centro de distribución para optimizar la logística en el sur del país y servir a las tiendas en las provincias de Cantón, Fujian y Hainan. Con ello, se logró desplegar una cadena de suministro integrada para servir a la nueva red de tiendas regionalizadas y para apoyar la expansión de los formatos de la tienda de conveniencia y el comercio electrónico. Así, seis depósitos quedaron puestos en funcionamiento para abastecer a 254 tiendas a través del país, profundizando el plan a largo plazo de la empresa en este país. También abrieron 17 tiendas de conveniencia, llegando así a un total de 25. En España, se firmó un acuerdo con el Grupo Eroski para adquirir 36 hipermercados, 8 centros comerciales y 22 estaciones de servicio contiguas, extendiendo la presencia en 27 ciudades nuevas y consolidando así su posición de mercado en el segmento de alimentos en el país. Se logró acceder a nuevos mercados como Kazajistán y Kenia, con la apertura de sus primeros hipermercados. En Brasil, se produjo la apertura de 12 tiendas de Atacadão. En sumas, durante este año se logró una expansión para consolidar más de 538.000 m<sup>2</sup> adicionales en área de ventas, mientras que las inversiones se mantuvieron en el reacondicionamiento de activos. Sin dudas, este aumento en el número de tiendas y las adquisiciones estratégicas realizadas pueden ayudar a mejorar la visibilidad de la empresa, captar nuevos clientes y fortalecer la posición en el mercado.

Dada su posible estabilidad política y las proyecciones de crecimiento económico, Argentina aparece como un mercado oportuno para expandirse. La victoria del presidente Macri en las últimas elecciones legislativas y su posible reelección en las elecciones presidenciales del año 2019, posicionan al país con una coyuntura propicia para llevar a cabo una posible expansión. A pesar de esto, cabe tener en cuenta que la empresa en los últimos tres años ha enfrentado dificultades significativas causadas por la inflación y la baja en el consumo que han generado que la compañía esté atravesando un proceso de realineación de estrategia. A su vez, aun sigue siendo un interrogante la estabilidad del tipo de cambio, que tiene un impacto directo en los resultados de la empresa y en el último año los afectó negativamente. Por lo pronto, en el corto plazo se espera una devaluación del peso.

Brasil es un potencial mercado para crecer, pero con algunas limitaciones que deben ser remarcadas. En primer lugar, existe una gran incertidumbre respecto a las próximas elecciones generales. Cualquier cambio significativo del status quo podría poner en peligro el progreso de la reforma y la apertura a la inversión extranjera. Más aún, los disturbios internos en curso y la mala gestión política podrían dar lugar a nuevas dificultades económicas, lo que influiría negativamente en la confianza de los consumidores. Aún así, consideramos a Brasil como un potencial mercado para que los ingresos continúen creciendo a medida que la economía se recupera. El país tiene la población y la economía más grande de América Latina y existen proyecciones que lo posicionan como posible futuro líder a nivel mundial. Observamos que una de las mayores oportunidades de crecimiento en Brasil está en los consumidores rurales y que viven en la periferia de las ciudades. En cuanto al comercio electrónico, sería muy importante poder aprovechar las tendencias en alza de los últimos años. Las iniciativas, tanto públicas como privadas, para mejorar la infraestructura y el acceso a Internet deberían ser una gran ayuda.

La empresa se beneficiará del mercado minorista en Francia. Se estima que las ventas minoristas en el país debieran alcanzar los €485 mil millones en 2020. Carrefour ha tomado iniciativas para fortalecer su presencia en Francia. En 2015, se produjo la apertura de 43 supermercados, 5 hipermercados Carrefour y 102 nuevas tiendas de conveniencia. También 158 tiendas Dia fueron transformadas en los distintos formatos que ofrece Carrefour (Mercado, City, Express, Contact y Bio). En enero de 2016, adquirió el minorista de comercio electrónico no alimenticio Rue du Commerce, que contaba hasta el momento con más de cinco millones de visitantes por mes. Esta adquisición podría permitirle a Carrefour mejorar su participación en este segmento de Francia, donde todavía no ha logrado imponerse. Por su parte, el año 2017 concluyó con un saldo de +0,8% entre adquisiciones y desprendimientos de tiendas. Entre ellas, cabe destacar el desprendimiento de parte de las 622 tiendas Dia situadas en Francia y adquiridas en 2014, y la adquisición e integración de 36 hipermercados Eroski en España y 86 supermercados Billa en Rumania. El próximo año parece ser clave porque se proyecta la apertura de 20 tiendas Atacado en Brasil, un formato con el que Carrefour ha obtenido muy buenos resultados de los últimos años.

Con respecto al mercado electrónico, cabe agregar que la adquisición de una participación en Carrefour China por parte de Tencent, líder mundial en tecnología, las adquisiciones (la mencionada Rue du Commerce, Greenweez, Top Achat, Croquetteland, Grands Vins Privés y

My Design) y las diversas alianzas estratégicas realizadas en Francia (con Fnac Darty y Showroomprivé) pueden resultar una plataforma para que la empresa despegue en este segmento que evoluciona continuamente.

### **iii- Debilidades**

Si bien Carrefour está fuertemente consolidado en el territorio francés, esta industria es altamente competitiva, lo que dificulta ganar participación de mercado. El mercado minorista de alimentos en Francia está dominado por este grupo económico y el grupo Leclerc, que luchan constantemente por el liderazgo. Hasta enero de 2017, Carrefour tenía la mayor participación en el mercado, momento en el que Leclerc lo superó para convertirse en el supermercado más grande de Francia. Sin embargo, todavía es la marca de comida francesa más valiosa. Se estima que el año concluyó con Carrefour con un 20,5% de participación de mercado, y Leclerc con un 21%. En 2017, Carrefour generó cerca del 46% de sus ventas en Francia, un mercado saturado y con bajo crecimiento que se ha caracterizado por una presión extrema en los precios. Mantener la participación continúa siendo un desafío.

En el año fiscal 2017, el margen operativo de Carrefour fue del 0,9%, en comparación con el 2,5% en el año fiscal 2016. Esto representa el valor más bajo de los últimos años y se atribuye a un pobre resultado de la empresa. El rendimiento operativo decreciente indica una administración de costos inapropiada de la compañía y la falta de enfoque hacia la rentabilidad. Esto queda reflejado con el aumento sostenido de los gastos operativos desde 2012, aunque con porcentajes que no superan el 3% anual. El margen neto de la compañía fue negativo en 2017 (total: -0,4%), comparado contra un valor promedio de los últimos períodos que osciló el 1,6%. El debilitamiento de la rentabilidad reduce la confianza de los inversores sobre la compañía. En el año fiscal 2017, el retorno sobre capital (ROE) de la compañía fue del -3% comparado con 7,4% en 2016. Esto también estuvo por debajo de sus principales competidores. Por ejemplo, Casino obtuvo un ROE del 18,6% y casi 1% en 2016 y 2017, respectivamente. Metro AG, por su parte, registró un ROE del 17,5% y 10,3% en estos mismos años.

Por otro lado, la empresa tiene que incurrir en gastos significativos debido a las reglamentaciones y el incumplimiento podría dar lugar a multas y sanciones, que aumentan sus costos de operación. Carrefour está continuamente involucrada en disputas por impuestos, comerciales y relacionadas con los empleados y procedimientos legales en los diferentes países que opera. En 2015, Carrefour decidió pagar €36,4 millones en concepto de multa por haber

tramado supuestamente la fijación de precios de ciertos productos. En 2016, la oficina de competencia y antifraude de Francia inspeccionó oficinas de Carrefour después de que los proveedores lo denunciaron de exigir bajar el precio de sus productos. Justamente, la imposición de requisitos previos a negociaciones en Francia es considerada un delito. Al 31 de diciembre de 2017, los reclamos y procedimientos legales en los que el Grupo estaba involucrado fueron cubiertos por provisiones por un total de €1.280 millones de euros (diciembre 2016: €1.312 millones). Sin dudas, cualquier resultado desfavorable de estos litigios afectaría notablemente su negocio.

En cuanto al comercio en línea, se espera que la alianza de Casino con Ocado sea tan productiva que los esfuerzos por ganar participación de mercado difícilmente rindan sus frutos. Grandes competidores, como Amazon y su reciente compra de Whole Foods, no dan lugar a esperar un aumento de la participación de mercado. A pesar de ello, los esfuerzos que está realizando la empresa generan cierta expectativa para que mejore su presencia en el mercado en línea. El lanzamiento de Carrefour.fr y el sitio web en Shanghai que ofrece más de 15.000 productos, la adquisición de una participación en Carrefour China por parte de Tencent, líder mundial en tecnología, agregado a las diversas adquisiciones y alianzas estratégicas realizadas en territorio francés y mencionadas anteriormente pueden ser buenas indicadores de que la empresa hará frente a esta debilidad actual.

#### **iv- Amenazas**

Como se ha mencionado anteriormente, el mercado minorista ofrece una feroz competencia, la cual puede llevar a las empresas ofrecer sus productos a precios bajos y/o aumentar sus gastos de promoción. Sus principales competidores son Casino, Metro AG y Wal-Mart Stores, Inc., entre otros. El año 2015 representó para Casino uno de los períodos con mayores aperturas de tiendas, de las cuales se destacan las 646 en Francia y las 117 en Brasil. Continuamente, el grupo busca aumentar su posicionamiento de mercado a través de esta estrategia. En 2016, operaba 12.969 mientras que Carrefour tenía 11.935. Ya en 2017, logró reducir sus tiendas a 12.271, a pesar de la apertura de 60 Monoprix y 55 Franprix en Francia. Por su parte, Carrefour aumentó sus locales a 12.300, una cifra ya superior a la de su competidor. Sin duda, la efectividad de estas empresas difiere muchísimo porque la diferencia en ventas es abismal (2016: Carrefour facturó €78.774 millones y Casino €36.030 millones; 2017: Carrefour facturó €80.975 millones y Casino €37.822 millones). Igualmente, el crecimiento permanente de Casino es una presión no menor y una amenaza constante para Carrefour. A su vez, cabe

destacar el acuerdo que ha firmado en 2017 con Ocado, el minorista de comestibles en línea líder en el mundo, y la adquisición que hizo de Sarenza.com. Sin dudas, esto posiciona a Casino con grandes perspectivas de crecimiento en el comercio electrónico y deja menos lugar para crecer para sus competidores. Recientemente, Metro AG adquirió empresas destacadas líderes en la distribución de servicios de comida como RUNGIS Express en Alemania, la firma francesa PROàPRO y Classic Fine Foods, que tiene sede en Singapur y brinda servicios en las grandes ciudades de Asia y Medio Oriente. Sin dudas, esto podría permitirle convertirse en un proveedor líder de servicios de alimentos multicanal en Alemania y buscar aumentar una mayor expansión. Otra gran amenaza a nivel mundial es la compañía estadounidense Whole Foods Market, pionera en el rubro de productos orgánicos y que seguramente buscará expandirse a nivel mundial aprovechando todo el potencial de su nuevo dueño Amazon.com, Inc.

El riesgo de transacción de divisas es el riesgo de un cambio desfavorable en las tasas de cambio que tienen un efecto adverso en los flujos de efectivo de transacciones comerciales denominadas en moneda extranjera. Carrefour opera en muchas partes del mundo y está expuesta a fluctuaciones en las tasas de cambio. La empresa presenta sus balances en euros y, por lo tanto, sus ingresos están expuestos a la volatilidad del euro frente a las demás monedas que se utilizan en países como Brasil, Argentina, China, Taiwán y también algunos europeos como Polonia y Rumania. Latinoamérica es sin duda el área de mayor volatilidad en este aspecto y sus monedas suelen devaluarse frente al euro. Para minimizar los riesgos derivados de las fluctuaciones monetarias, la empresa intenta cubrirse mediante la utilización de contratos “forward” de tipo de cambio, aunque estos no garanticen resultados exitosos. Por ejemplo, en 2017 la compañía informó una ganancia de €58 millones por ajustes de conversión de divisas extranjeras, de los cuales €44 millones fueron la apreciación del real en Brasil. Justamente, en los últimos dos años se habían registrado pérdidas por este concepto.

Las operaciones de Carrefour están sujetas a diversos riesgos asociados con sus proveedores. Su éxito depende principalmente de poder ofrecer precios bajos y la disponibilidad del producto, que es interdependiente en la capacidad del proveedor para entregar productos a un costo mínimo y en tiempo y forma. Ciertas leyes le imponen a la empresa trabajar con proveedores certificados que cumplan con ciertos estándares. De esta manera, todo este conjunto de requisitos puede resultar una amenaza importante.

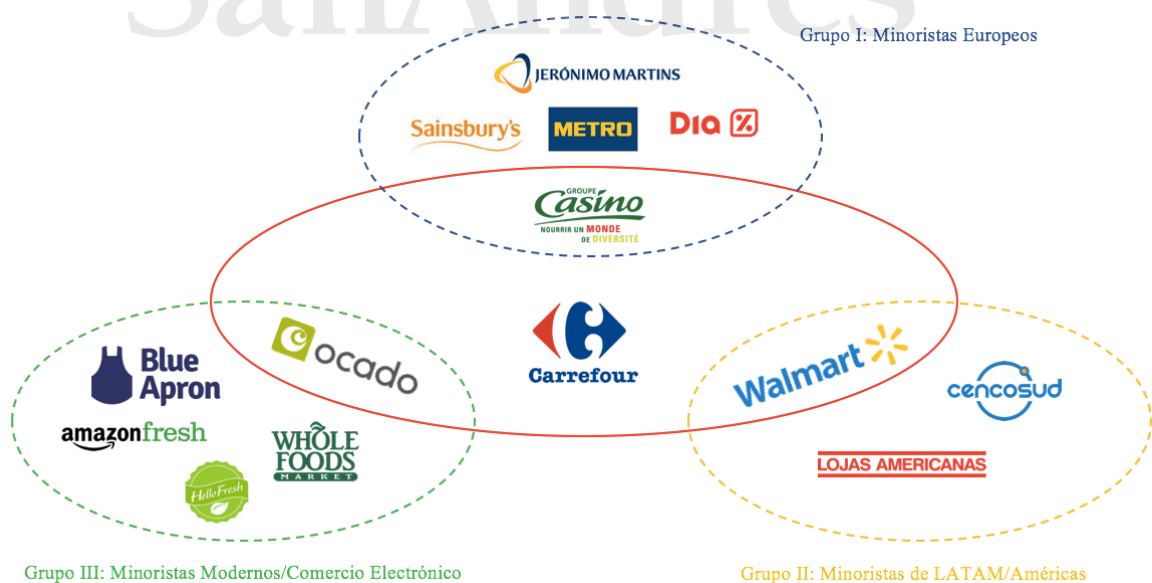
Existen muchos factores que podrían afectar a los proveedores. Entre ellos, cabe mencionar la inestabilidad política y económica en sus países que puede provocar cierta dificultad para que perduren en el tiempo, incumplimiento de estándares mencionados, problemas de disponibilidad y/o calidad de las mercaderías y variación de costos (ejemplo: transporte). Sin duda, estos riesgos podrían alterar la estructura de Carrefour en muchos aspectos.

La baja disponibilidad de profesionales calificados puede plantear desafíos para la empresa. Se estima que la fuerza de trabajo de la Unión Europea se reducirá en 0,2% por año hacia 2030. A medida que la empresa continúe expandiéndose en Europa, la escasez de mano de obra puede afectar su estabilidad y eficiencia operativa. En el año fiscal 2017, Carrefour empleó a 378.923 personas. Con los planes de expansión a la vista, la disminución de la mano de obra podría afectar el rendimiento de la empresa en el largo plazo.

Por último, de acuerdo al sitio Eurostat, los costos laborales en Europa han ido aumentando en los últimos años. Durante 2016 y 2017, en cada trimestre se vio un aumento promedio muy cercano al 2%. Con prácticamente la mitad de su facturación generada en este territorio, Carrefour está expuesto a este aumento. Sin duda, esto elevaría los costos generales, afectando su margen de ganancia.

A continuación, se presenta un diagrama que explica los distintos rivales de Carrefour en el mundo minorista:

**Diagrama I: Principales Competidores**



Fuente: Elaboración Propia

### Sección III: Análisis Financiero

#### Capítulo I: Análisis Financiero

El análisis financiero de una empresa consiste en la interpretación de la información económica y financiera brindada por sus estados contables, mediante la utilización de diferentes técnicas y métodos. Es necesario analizar esa información para entender en profundidad una empresa. Carrefour tiene una posición de liderazgo en el sector minorista por múltiples motivos. A continuación, se expondrán varios aspectos que permitirán comprender con claridad su situación económica.

##### a) Análisis de Ventas y Resultados

**Cuadro II: Aspectos Financieros Destacados del EERR**  
(Expresados en millones de € y % Sobre Ventas)

Estado de Resultados	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Ventas</b>	<b>77,330</b>	<b>76,675</b>	<b>76,318</b>	<b>78,857</b>	<b>78,774</b>	<b>80,975</b>
<b>Ganancia bruta</b>	<b>16,671</b>	<b>16,847</b>	<b>17,048</b>	<b>18,019</b>	<b>17,985</b>	<b>18,215</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>21.56%</b>	<b>21.97%</b>	<b>22.34%</b>	<b>22.85%</b>	<b>22.83%</b>	<b>22.49%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,643</b>	<b>3,669</b>	<b>3,736</b>	<b>3,882</b>	<b>3,808</b>	<b>3,638</b>
<b>EBITDA Margen</b>	<b>4.71%</b>	<b>4.79%</b>	<b>4.90%</b>	<b>4.92%</b>	<b>4.83%</b>	<b>4.49%</b>
<b>EBIT</b>	<b>1,465</b>	<b>2,381</b>	<b>2,535</b>	<b>2,188</b>	<b>1,979</b>	<b>696</b>
<b>EBIT Margen</b>	<b>1.89%</b>	<b>3.11%</b>	<b>3.32%</b>	<b>2.77%</b>	<b>2.51%</b>	<b>0.86%</b>
<b>Ganancia Neta</b>	<b>1,343</b>	<b>1,364</b>	<b>1,367</b>	<b>1,124</b>	<b>894</b>	<b>(362)</b>
<b>Margen de Ganancia</b>	<b>1.74%</b>	<b>1.78%</b>	<b>1.79%</b>	<b>1.43%</b>	<b>1.13%</b>	<b>-0.45%</b>

*Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y los reportes anuales de Carrefour SA*

Las ventas no presentan demasiadas variaciones, a excepción del 2015 y 2017, en donde crecieron en relación al año anterior un 3,3% y 2,8%, respectivamente. Tampoco cambió demasiado la TCCP, que en estos últimos años fue de prácticamente 1%.

En 2015 hubo un aumento del 2,4% en las ventas comparables en locales propios (conocido como “Same Store Sales”, por sus siglas en inglés) teniendo en cuenta todos sus segmentos salvo Asia. Justamente, en el mercado asiático el crecimiento orgánico cayó un 9,5%. Por su

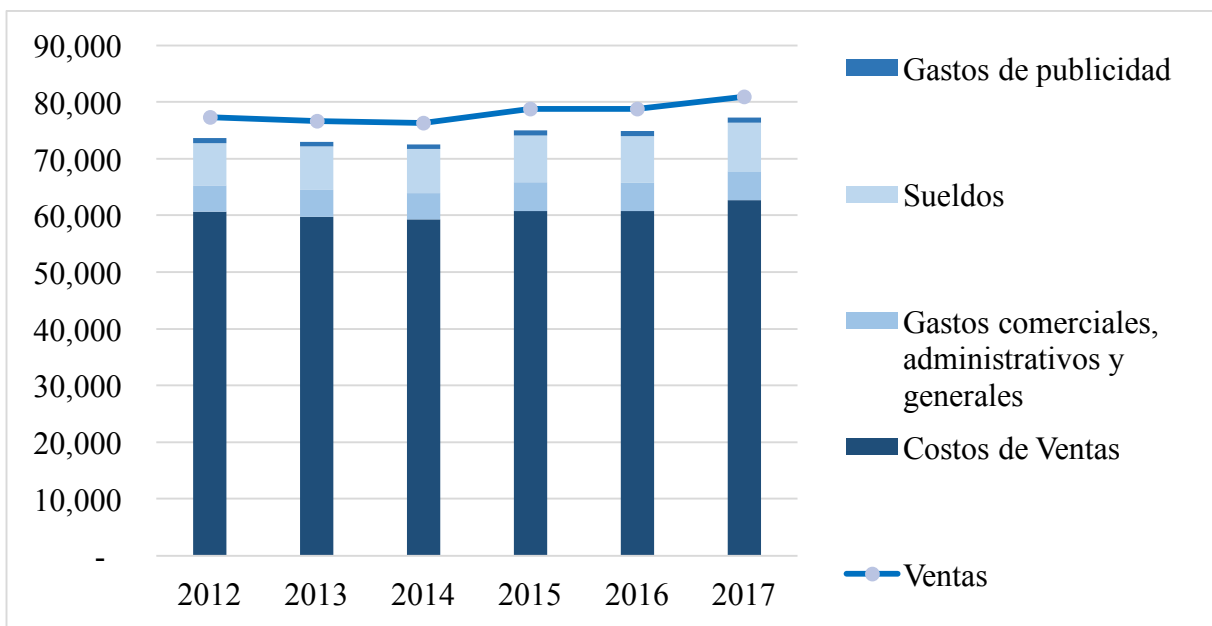
parte, en el año 2017 la empresa incrementó sus resultados en un 5% en los países europeos (sin incluir Francia, que mantuvo sus ventas sin mayor variación), generado en buena parte por la adquisición de 27 tiendas Eroski, y un 10% en Latinoamérica solventado por el buen rendimiento de las tiendas Atadacão en Brasil. Cabe recordar que en Argentina se registraron pérdidas operativas. En los demás años, la tendencia fue a la baja, pero nunca superó el 1% de variación porcentual de un año a otro. A pesar de esto, cabe destacar que entre 2016 y 2017 se produjo una disminución del indicador de crecimiento en las ventas que solamente tiene en cuenta las actividades que permanecieron en ambos períodos (conocido como “Like-for-Like Sales” o “Same Store Sales” y que amplía la definición previamente mencionada) de 3% a 1,6%. Por otro lado, la TCCP fue del 0,8%, una muestra de que no hubo un avance significativo de las mismas en los últimos años.

Cabe destacar que en 2008 y 2009 Carrefour registró ventas por €86.967 millones y €85.366 millones, respectivamente. La diferencia de ventas tan pronunciada entre 2008 y 2009 con los demás años se debe a que entre 2010 y 2011 se produjo el desprendimiento del segmento operativo de descuento duro Día SA. El 5 de julio de 2011 se confirmó la pérdida de control de este subgrupo. De hecho, en 2010 se informaron ventas por un total de €90.099 y luego en 2011 fueron reestablecidas a €80.511.

A continuación, se puede observar un gráfico que muestran la relación de las ventas y los costos de la empresa. A simple vista, ninguno de los dos ha variado significativamente en los últimos años y la diferencia entre ellos tampoco, con lo cual los márgenes brutos han sido muy similares. En promedio se han mantenido apenas por encima del 22%, un valor común dentro de la industria donde los márgenes oscilan entre 20% y 25%.

**Gráfico XIX: Ventas vs. Costos**  
**(Expresados en millones de €)**

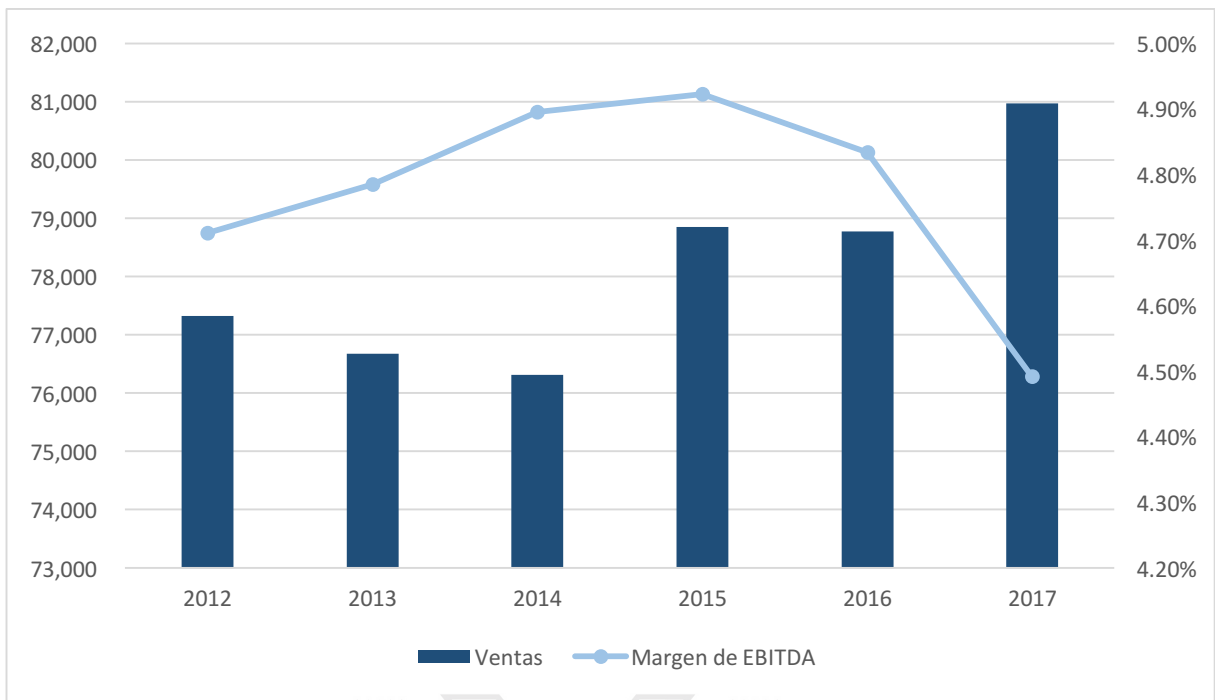




Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

La ganancia antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones (conocida como “EBITDA”, por sus siglas en inglés) de la empresa se sostiene por encima de los €3.500 millones y los €4.000 millones. Justamente, este valor no lo supera desde el año 2010, que fue el último año donde contó con el mencionado segmento Día. Mirando el gráfico a continuación que compara las Ventas con el Margen de EBITDA, podemos notar que la tendencia alcista del Margen de EBITDA se mantuvo hasta 2015. La caída no es abrupta ni mucho menos. En 2015 llegó a 4,92%, su máximo desde 2012, y en el último año llegó a su mínimo con 4,49% lo cual abre un interrogante al futuro, aun cuando las ventas en 2017 tuvieron su valor más alto. Cabe destacar que los valores promedio de márgenes de EBITDA en la industria van del 3% al 5%. Con el crecimiento rentable y sostenible que se espera podría generar el plan "CARREFOUR 2022", la empresa buscará finalmente superar la barrera de los €4.000 millones en EBITDA y retomar la curva creciente de Margen de EBITDA.

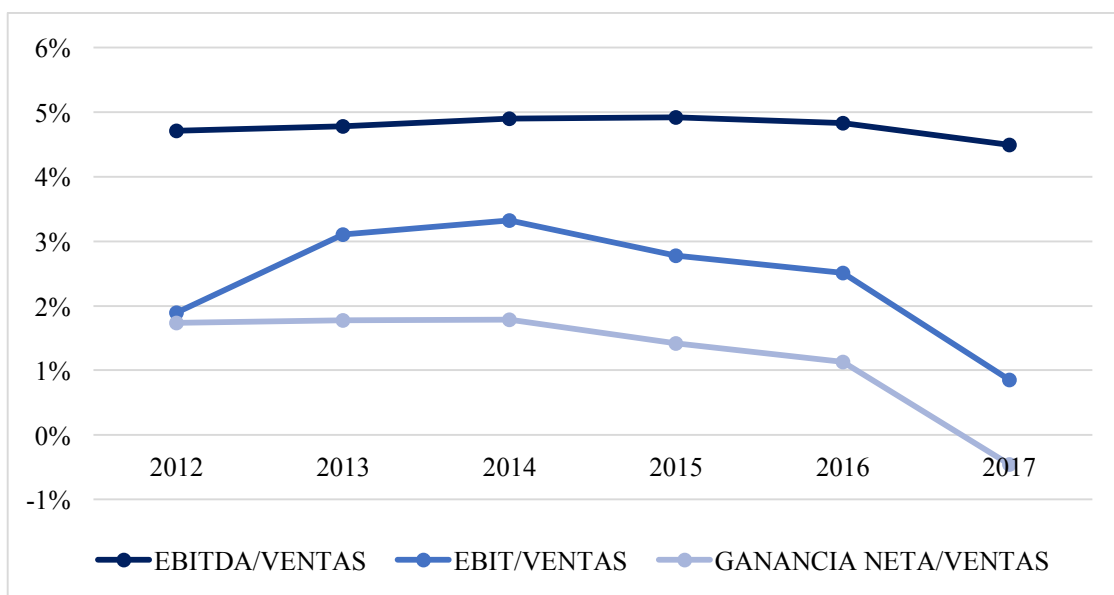
**Gráfico XX: Ventas vs. Margen de EBITDA**  
**(Expresados en millones de € y % Sobre Ventas)**



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Otro análisis que se puede realizar es mirar la relación porcentual de las ventas y los demás resultados de la empresa. Por ende, en el siguiente gráfico figuran distintos indicadores que integran las ventas con el Resultado Operativo (expresa los resultados antes de impuestos e intereses; desde ahora “EBIT”) y la Ganancia Neta (expresa el resultado final de la empresa):

Universidad de  
**Gráfico XXI: Indicadores Anuales y Porcentuales**  
**(Expresados en % Sobre Ventas)**  
 San Andrés



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

El comportamiento de los tres indicadores es similar. Han ido creciendo hasta 2014, para luego comenzar a decrecer, a tal punto que la relación Ganancia Neta y Ventas en 2017 termina siendo negativa. La baja en los resultados se puede resumir en la creciente presión competitiva que existe en el mercado, especialmente en Francia, donde fue necesario recortar precios para no perder participación en el mercado, y a los aumentos de los costos de distribución en los principales mercados del grupo. En cuanto al último ejercicio de la empresa, los ingresos y gastos de explotación no recurrentes representaron un gasto neto de €1.310 millones (contra €372 millones en 2016) y afectaron notablemente el resultado operativo. Básicamente, estuvieron compuestos por la pérdida de €700 millones por deterioro del valor llave asignado a las operaciones italianas del grupo y al aumento en la depreciación de la red de tiendas ex-Dia, que en 2018 Carrefour intentará desprenderse. También se reconoció el deterioro de activos no corrientes por un importe de €302 millones, principalmente en Francia, China e Italia. Este deterioro refleja una disminución en las perspectivas de mejora en la rentabilidad de ciertas tiendas que producen pérdidas, y las mencionadas ex-Dia que Carrefour tiene la intención de vender o cerrar en 2018. Por su parte, los costos de reestructuración aumentaron de €154 millones en 2016 a €259 millones, como motivo del plan de la empresa para racionalizar las estructuras operativas en varios países del Grupo. Las medidas de reestructuración afectan principalmente a Francia (en particular los costos relacionados con la revisión de las cadenas de suministro), Italia, Argentina y China, ambos con planes de cierre de tiendas, y España (plan para integrar los hipermercados de Eroski). Cabe mencionar el pobre resultado de Argentina,

castigado por la creciente inflación, el bajo consumo y la devaluación, y que posiblemente vea sus peores consecuencias en 2018.

Si extendemos este análisis a una comparación con los valores de 2017 de sus competidores más fuertes de la industria, podemos notar como a pesar de haber sido uno de los grupos con mayor facturación, sus resultados han sido de los peores.

**Cuadro III: Información Financiera de los Principales Competidores**  
(Expresados en millones de € y % Sobre Ventas)

Empresa	Ventas	Ganancia Neta	EBITDA/Ventas	EBIT/Ventas	Ganancia Neta/Ventas
<b>Carrefour SA</b>	80,975	-362	4.47%	0.86%	-0.45%
<b>Casino Guichard</b>	37,822	260	5.06%	3.28%	0.69%
<b>DIA</b>	8,621	131	5.96%	2.87%	1.52%
<b>Jeronimo Martins</b>	16,276	413	5.71%	3.55%	2.53%
<b>Metro AG</b>	37,140	345	4.11%	2.29%	0.93%
<b>Ocado Group PLC</b>	1,678	1	5.80%	1.00%	0.07%
<b>Tesco PLC</b>	67,206	70	4.93%	1.82%	0.10%
<b>Walmart Inc</b>	440,130	12,947	6.20%	4.69%	2.94%
<b>Promedio</b>	<b>86,231</b>	<b>1,726</b>	<b>5.28%</b>	<b>2.54%</b>	<b>1.04%</b>

*Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters.*

Salvo por Walmart, Carrefour largamente es el que más ventas generó, aunque tiene la menor Ganancia Neta y el menor EBIT/VENTAS. Esto puede ser una muestra de la ineficiencia actual de Carrefour comparada con la competencia. En términos de EBITDA/VENTAS, está en línea con la mayoría de los competidores (Promedio industria: 5,28%; Carrefour: 4,47%) y con un valor que demuestra una buena capacidad para generar beneficios considerando únicamente su actividad productiva.

También puede ser útil comparar la TCCP de las ventas entre los distintos competidores (2013 a 2017). Podemos notar que Carrefour se mantiene en línea con el promedio, aunque su aumento no ha sido de los más altos. Si se mira más en detalle este indicador, quien tuvo bajas más significativas es su competidor del mercado francés Casino. Tal es así, que el crecimiento en las ventas de Carrefour pudo haberse dado por la captación en la pérdida de sus clientes, uno

de sus máximos competidores en Francia y con quien comparte un modelo de negocio muy similar. Cabe destacar que, a pesar de ello, Carrefour no ha logrado tener mejores valores que su competidor en ninguno de los indicadores anteriormente mencionados (Ganancia Neta, EBITDA/Ventas, EBIT/Ventas y Ganancia Neta/Ventas).

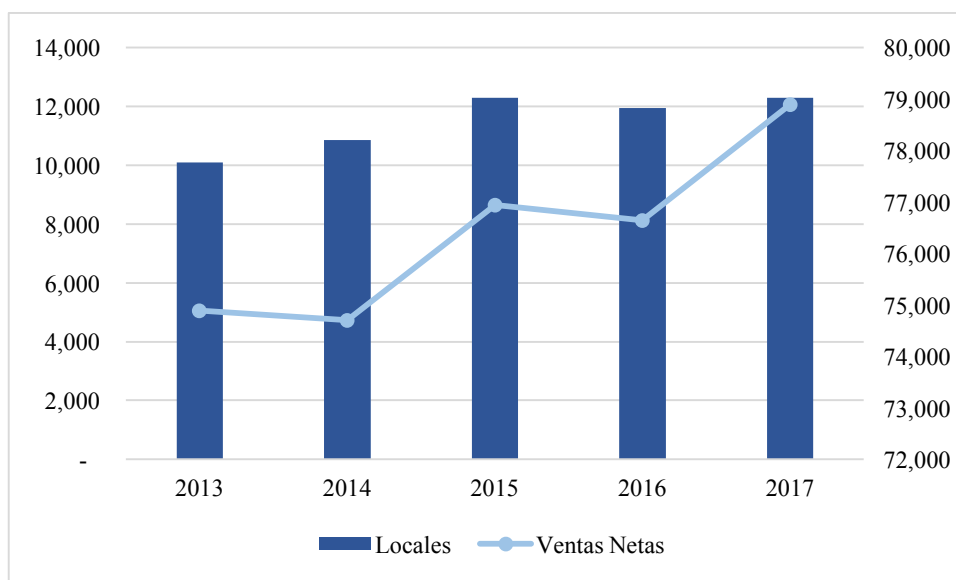
**Cuadro IV: Ventas Anuales de los Principales Competidores**  
(Expresadas en Millones de €)

Empresa	2013	2014	2015	2016	2017	TCCP
<b>Carrefour SA</b>	76,675	76,318	78,857	78,774	80,975	1.10%
<b>Casino Guichard</b>	47,870	48,493	35,312	36,030	37,822	-4.60%
<b>DIA</b>	7,946	8,011	8,926	8,669	8,621	1.64%
<b>Jeronimo Martins</b>	11,829	12,680	13,728	14,622	16,276	6.59%
<b>Ocado</b>	935	1,172	1,516	1,578	1,678	12.40%
<b>Tesco PLC</b>	78,052	75,100	71,667	74,139	67,206	-2.95%
<b>Walmart Inc</b>	363,754	357,994	371,439	437,040	440,130	3.89%

*Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters.*

En el siguiente gráfico, se realiza una comparación entre las ventas netas y la cantidad de locales. Como hemos mencionado anteriormente, las ventas han logrado crecer, aunque nunca se alcanzó un volumen similar al de 2010 (Facturación: €80.511 millones). En 2017, la facturación neta fue de €78.897 millones y con ello se logró superar el promedio de los últimos años que había sido de aproximadamente €76.000 millones.

**Gráfico XXII: Ventas Netas vs. Número de Locales**  
(Expresados en millones de €)



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Viendo en el gráfico como aumentaron la cantidad de locales, queda demostrado que Carrefour generó un crecimiento orgánico. Igualmente, para entender realmente si el mismo fue positivo es decisivo analizar la productividad de cada local. Para ello, es muy útil establecer cuántos locales se necesitaron para lograr cada nivel de facturación.

**Cuadro V: Factor de Ventas por Local**  
(Expresados en millones de €)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Factor Venta por Local	7.57	7.41	6.88	6.26	6.42	6.41

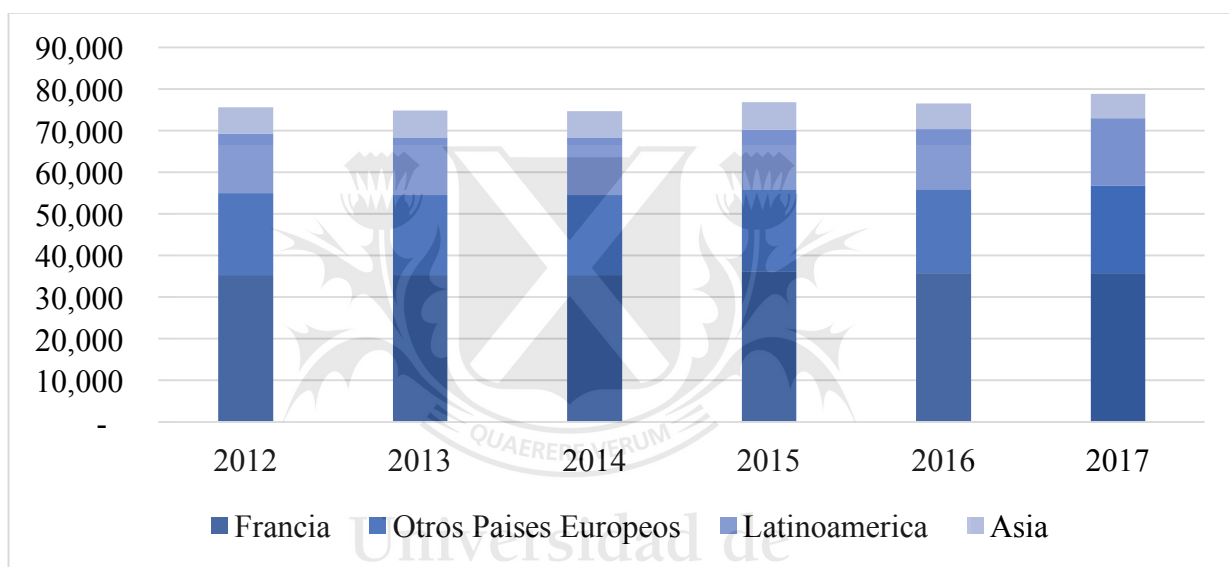
Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Durante 2008, 2009 y 2010, años en los que aún conservaba el segmento operativo de descuento duro Día, el factor rondaba los €10,5 millones. A partir de ese desprendimiento, se observa que el factor Venta/Local ha ido disminuyendo abruptamente hasta 2016, en donde mostró una mínima mejora. Por ejemplo, entre 2010 y 2012 el factor pasó de €10,2 millones por cada local a €7,57 millones. Mientras que, en 2017, cada local facturó en promedio €6,41 millones. Sin dudas, la efectividad de Carrefour para lograr más ventas ha ido cayendo con el tiempo.

Otro indicador que puede dejar en claro la pérdida de competitividad de la empresa en sus locales es la TCCP. Entre 2012 y 2017, para las ventas fue del +0,70% y para los locales fue +3,52%, con lo cual el aumento en el número de locales no se vio plasmado en un aumento grande de la facturación.

Carrefour es una empresa global, por lo que es muy útil realizar un análisis de los resultados obtenidos en cada región que ocupa.

**Gráfico XXIII: Ventas Netas por Segmento Geográfico**  
(En millones de €)



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

A lo largo de los últimos 10 años, las ventas en Francia representaron en promedio un 45% del total de la compañía (en 2017, justamente también tuvieron este porcentaje), siendo este su principal mercado. En tanto, en los demás países europeos donde tiene presencia representaron aproximadamente un 28%, en Latinoamérica un 17%, en Asia un 8% y un restante 2% en el discontinuado segmento operativo de descuento duro. Por su parte, en 2017 la distribución de ventas fue muy similar con un 27%, 20% y 8%, respectivamente de estas últimas tres regiones mencionadas. En la sección “Análisis de Índices” de este capítulo se profundizará en los resultados de cada región.

Retomando al enfoque sobre el factor Venta/Local, es saludable realizar un análisis por segmento geográfico. En este sentido, cabe mencionar que las regiones de Latinoamérica y Asia

son sin duda las que mejor indicador registraron en 2017 con 15,82 y 12,68, respectivamente. Por su parte, Francia registró un factor de 6,27 y los demás países europeos 4,49. Estos valores se han mantenido durante los últimos tres años en valores muy similares. Para ampliar aún más este tema, a continuación, se expone un cuadro que detalla la evolución del área de ventas por región:

**Cuadro VI: Total Área de Ventas por Región**  
(en miles de m2)

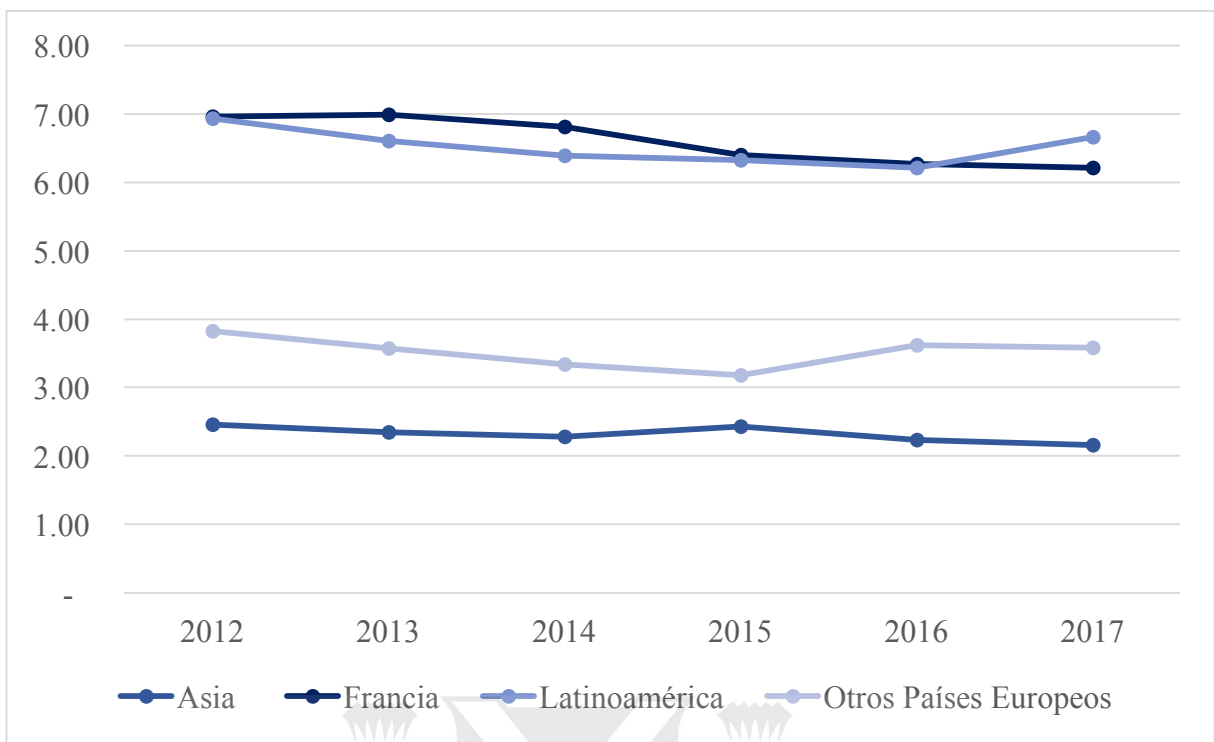
Ubicación	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Asia	2,592	2,739	2,757	2,734	2,758	2,736
Francia	5,075	5,071	5,189	5,668	5,719	5,764
Latinoamérica	2,045	2,088	2,173	2,258	2,335	2,408
Otros Países Europeos	5,630	5,539	5,753	6,039	5,449	5,599
<b>Total</b>	<b>15,342</b>	<b>15,437</b>	<b>15,872</b>	<b>16,699</b>	<b>16,261</b>	<b>16,507</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Las perspectivas muestran que Carrefour fue expandiéndose año a año en cada región, con distinta intensidad. Si se realiza una comparación entre estos datos con el total de ventas por región, se puede establecer un nuevo factor aún mucho más eficiente para medir la evolución de la productividad regional:

**Gráfico XXIV: Evolución del factor Ventas por región**  
(en Millones de €) / Total Área de Ventas (en miles de m2)





Con claridad, ahora se puede determinar por un lado que, a pesar de la política de expansión adoptada por Carrefour, las ventas por metro cuadrado han ido en su mayoría en un descenso moderado. Por otro lado, se puede ver que, a diferencia de lo que muestra el factor Venta/Local, las regiones más productivas son las de Francia y Latam. Sin duda, este cálculo es mucho más eficiente porque contempla exactamente cuánto produce la empresa por metro cuadrado. En cambio, el otro índice puede hasta a veces ser distorsivo porque solo pone su foco en la cantidad de tiendas y puede ocurrir que el factor de una región sea más alto porque tiene menos tiendas, pero de mayor tamaño. Justamente, esto ocurrió con Asia que es la región con menor cantidad de locales y casi un 80% de ellos son hipermercados.

Otro indicador para analizar y que se desprende del cuadro anterior es aquel que indica las ventas comparables por tipo de tiendas (“*Same Store Sales*” -SSS-, por sus siglas en inglés) y que fue mencionado brevemente en la introducción de esta sección. Es destacable como año a año fue creciendo tanto a nivel local como fuera de Francia, aunque en 2017 el porcentaje de aumento registrado fue menor.

**Cuadro VII: Evolución de Comparables en mismo tipo de Tiendas**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>SSS - Total (%)</b>	<b>0.00%</b>	<b>1.60%</b>	<b>2.80%</b>	<b>2.40%</b>	<b>3.00%</b>	<b>1.60%</b>

SSS - Doméstico (%)	- 1.50%	0.80%	1.20%	1.30%	0.30%	0.80%
SSS - Internacional (%)	0.00%	2.10%	4.00%	3.30%	4.90%	2.20%

Fuente: Elaboración propia con datos de Factset

Para concluir con las observaciones de las ventas totales del grupo, es importante mostrar el desglose de la cuenta a la que Carrefour denomina “Otros ingresos”. La mayoría de los análisis de la empresa están enfocados en las ventas netas, pero dado el valor que tienen los mismos, no deben ser dejados de lado.

### Cuadro VIII: Evolución Otros Ingresos

(En millones de €)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Comisiones y Honorarios financieros	1,331	1,384	1,246	1,330	1,373	1,384
Ingresos por alquileres	477	482	449	481	473	484
Ingresos por desarrollo de propiedad	-	-	-	-	113	89
Otros ingresos	500	510	527	653	761	765
<b>Total Otros ingresos</b>	<b>2,308</b>	<b>2,376</b>	<b>2,222</b>	<b>2,464</b>	<b>2,720</b>	<b>2,722</b>

Las “comisiones y honorarios financieros” contienen los ingresos bancarios y los ingresos de seguros generados por los servicios financieros y las compañías de seguros del grupo. Los “ingresos por alquileres” provienen de las rentas de centros comerciales y tiendas que son propios de Carrefour. La cuenta “ingresos por desarrollo de propiedad” aglutina el resultado de las ventas de activos del grupo. En tanto, “otros ingresos” incluye principalmente a honorarios de franquicia, aranceles de arrendamiento comercial e ingresos relacionados. Como comentario general, no se ven variaciones significativas de los mismos, salvo en el subconcepto “otros ingresos”. Los honorarios que cobra Carrefour a sus franquicias explican la TCCP del 7,3% que ha tenido la cuenta, ya que la cantidad de franquicias fuera de las regiones destacadas principales (Europa, Latinoamérica y Asia) ha ido aumentando a una TCCP del 5% (Total 2012: 297, Total 2017: 398).

### b) Análisis del Estado de Situación Patrimonial

#### Cuadro IX: Estado de Situación Patrimonial Resumido

(En millones de €)

Estado de Situación Patrimonial	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TCCP
<b>Activo</b>	<b>46,006</b>	<b>43,514</b>	<b>45,789</b>	<b>45,095</b>	<b>48,845</b>	<b>47,813</b>	<b>0.60%</b>
Activos Corrientes	19,787	18,145	17,549	17,311	19,148	18,816	-0.80%
Activos No Corrientes	26,219	25,369	28,240	27,784	29,697	28,997	1.70%
<b>Pasivo</b>	<b>37,959</b>	<b>34,835</b>	<b>35,561</b>	<b>34,423</b>	<b>36,837</b>	<b>35,655</b>	<b>-1.00%</b>
Pasivos Corrientes	21,955	21,382	23,053	22,317	25,095	23,074	0.80%
Pasivos No Corrientes	16,004	13,453	12,508	12,106	11,742	12,581	-3.90%
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>8,047</b>	<b>8,679</b>	<b>10,228</b>	<b>10,672</b>	<b>12,008</b>	<b>12,158</b>	<b>7.10%</b>
Capital Social	7,181	7,925	9,191	9,633	10,426	10,059	5.80%
Interés minoritario	866	754	1,037	1,039	1,582	2,099	15.90%

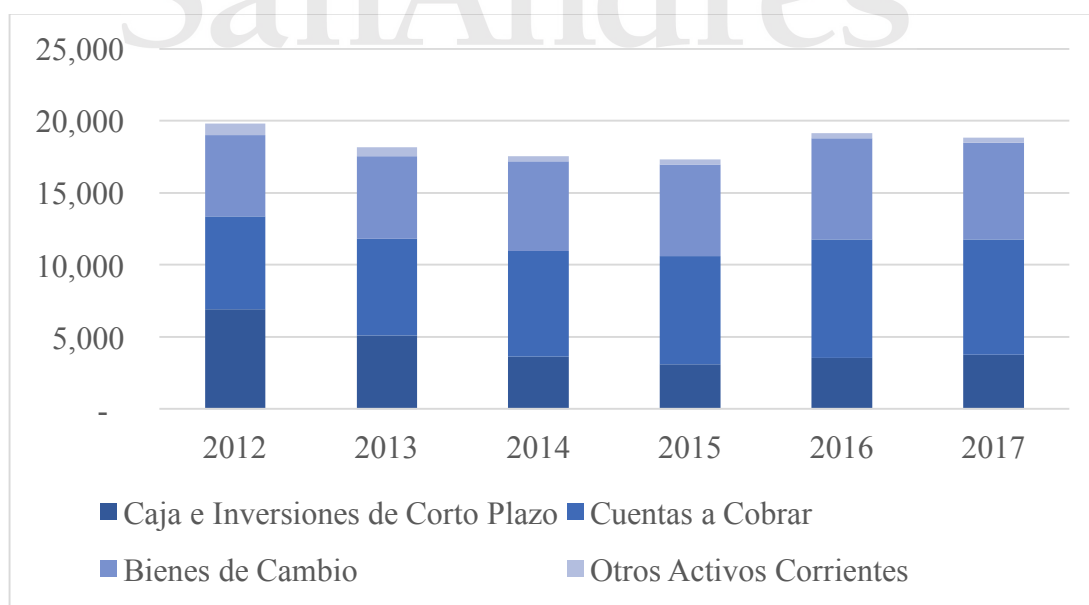
Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

La estructura de activos de la empresa no ha variado significativamente durante el período de análisis (2012-2017). En términos de los activos corrientes, Carrefour presenta una TCCP negativa de -0,84%. Mientras que los activos no corrientes tuvieron una variación de 1,69%. Por su parte, la proporción ha fluctuado levemente y se ha mantenido en un valor cercano a 40% de activos corrientes y 60% de no corrientes.

A continuación se puede ver un detalle de los activos corrientes que permite entender cómo, a pesar de presentar una TCCP baja, su composición varió significativamente.

**Gráfico XXV: Estructura de Activos Corrientes**

(En millones de €)

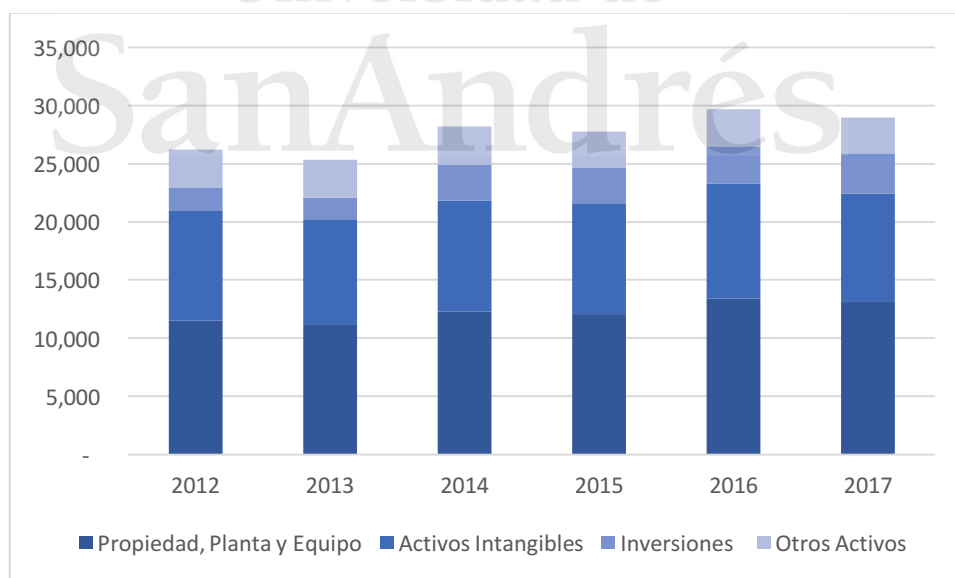


Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

La mayor baja de estos activos se ve en Otros Activos Corrientes (TCCP: -11,9%) y Caja e Inversiones de corto plazo (TCCP: -9,7%), mientras que las Cuentas a Cobrar y los Bienes de Cambio tuvieron una TCCP de 3,7% y 2,8%, respectivamente. Por ello es que los activos corrientes no han variado significativamente en este período (TCCP: -0,8%). Cabe remarcar que la baja de Otros Activos Corrientes se produjo principalmente por una caída sostenida desde 2012 de las operaciones discontinuadas. Justamente, en 2012 se produjo el desprendimiento de las actividades desarrolladas en Colombia y Malasia, mientras que entre 2013 y 2014 las de Indonesia y parte de Turquía. La baja de Caja e Inversiones de corto plazo comenzó en 2015 y siguió hasta 2014, donde su valor se estableció cerca de los €3.000 millones. En parte se debe a una disminución de las inversiones, que cayeron a €161 millones en 2017 y habían mantenido un promedio de más de €300 millones en estos años. Pero la mayor baja se dio en la cuenta Caja y Equivalentes, ya que desde 2014 su valor promedió los €1.500 millones y en 2012 y 2013 fue superior de €4.880 y €3.019 millones, respectivamente. Evidentemente, el aumento de los valores a cobrar podría considerárselo como una mala señal del poder de negociación de la empresa con sus clientes. Al aumentar esta cuenta se estaría trabajando con plazos de cobro más largos.

**Gráfico XXVI: Estructura de Activos No Corrientes**

(En millones de €)



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Como puede verse, los activos intangibles y otros activos prácticamente mantienen los mismos valores en 2017 que los que se registraron en 2012. Su TCCP fue de -0,1% y -1%,

respectivamente. El valor máximo de intangibles fue registrado en 2016 (total: €9.906 millones) y en este último año disminuyó a €9.341 mil millones, como consecuencia de una revisión de las trayectorias financieras de sus regiones y el ajuste de ciertas proyecciones para sus operaciones en Italia. Los resultados de las pruebas llevadas a cabo sobre esta base llevaron a Carrefour a reconocer una pérdida por deterioro contra la plusvalía asignada. Los bienes de uso han ido aumentando y registraron una TCCP de 2,2%, en concordancia con la política de inversión que desarrolla la empresa permanentemente. El ejemplo más resonante del último tiempo es el acuerdo firmado en 2016 con el Grupo Eroski para adquirir 36 hipermercados con un área total de 235.000 metros cuadrados, así como 8 centros comerciales y 22 estaciones adyacentes a las tiendas. En tanto, las inversiones variaron un 9,4% (2012: €2.022 millones, 2017: €3.469 millones) que en gran parte se debe al aumento que hubo en la inversión en compañías afiliadas. El salto más trascendente se vio en 2014, cuando el valor registrado fue €1.471 y en los años anteriores los valores no habían superado los €500 millones.

La relación activos corrientes y pasivos corrientes es un parámetro a tener en cuenta para analizar si la empresa cuenta con suficientes activos para cubrir su deuda a corto plazo. En 2017, la empresa registró un índice de 0,82, muy similar a su valor promedio en estos últimos años que fue de 0,81. Es un indicador a tener en cuenta porque los pasivos superan a los activos, con lo cual la empresa podría estar sorteando inconvenientes para cubrir sus obligaciones inmediatas.

**Cuadro X: Evolución de Estructura de Pasivos (En millones de €)**

<b>Pasivos</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>TCCP</b>
Cuentas a Pagar	12,925	12,854	13,384	13,648	15,396	15,082	2.6%
Financiación del crédito al consumo	3,032	3,080	3,718	3,328	3,395	2,817	-1.2%
Deudas Financieras de Corto Plazo	2,263	1,683	1,757	966	1,875	1,069	-11.7%
Otras Deudas Corrientes	3,735	3,765	4,194	4,375	4,429	4,106	1.6%
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>21,955</b>	<b>21,382</b>	<b>23,053</b>	<b>22,317</b>	<b>25,095</b>	<b>23,074</b>	<b>0.8%</b>
Préstamos a Largo Plazo	8,983	7,549	6,815	6,663	6,200	6,428	-5.4%
Provisiones	4,475	3,618	3,581	3,014	3,064	3,003	-6.4%
Financiación del crédito al consumo	1,966	1,765	1,589	1,921	1,935	2,661	5.2%
Pasivos por impuestos diferidos	580	521	523	508	543	489	-2.8%
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>16,004</b>	<b>13,453</b>	<b>12,508</b>	<b>12,106</b>	<b>11,742</b>	<b>12,581</b>	<b>-3.9%</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>37,959</b>	<b>34,835</b>	<b>35,561</b>	<b>34,423</b>	<b>36,837</b>	<b>35,655</b>	<b>-1.0%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

En términos de los pasivos contraídos por Carrefour, podemos observar en el Cuadro X que prácticamente no han variado porcentualmente (TCCP: -1%, Valor en millones de €: 2.304), aunque que sí su composición. Por un lado, dentro los pasivos corrientes han aumentado las cuentas a pagar (TCCP: +2,6%, Valor en millones de €: 2.157) y en contraposición disminuyeron las deudas financieras de corto plazo (TCCP: -11,7%, Valor en millones de €: 1.194) y en menor medida la financiación del crédito al consumo (TCCP: -1,2%, Valor en millones de €: 215). En tanto, los pasivos no corrientes han tenido una variación mayor (TCCP: -3,9%, Valor en millones de €: 3.423), lo cual es un buen indicio porque disminuyen los compromisos de la empresa a futuro. En cuanto a la posible acumulación de intereses, a la mencionada deuda financiera de corto plazo cabe destacar la caída de los préstamos a largo plazo (TCCP: -5,4%, Valor en millones de €: 2.555). Este desendeudamiento generó que entre 2012 y 2017 el pago de intereses disminuya una TCCP del 6,9% (2012: € 488 millones, 2017: € 317 millones). Las provisiones también disminuyeron significativamente (TCCP: -6,4%, Valor en millones de €: 1.472). Contrario a estos buenos indicadores, ante la necesidad de mejorar o mantener el nivel de ventas, la empresa ha aumentado la financiación de créditos al consumo a largo plazo en €695 millones (TCCP: +5,2%). Cabe destacar que en los próximos 5 años, Carrefour va a tener vencimientos de deuda por aproximadamente €5.380 millones. Posteriormente, existen compromisos por €2.039 millones. Ante la presencia de este tipo de compromisos inminentes, es útil observar el activo Caja y Equivalentes. Justamente, este aumentó en €288 millones con respecto a 2016 (2016: €3.305, 2017: €3.593)

A continuación se expondrá un cuadro donde se compara el pasivo de la empresa con su patrimonio:

#### Cuadro XI: Estructura de Capital

(En millones de €)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Deudas Financieras	16,244	14,077	13,879	12,878	13,405	12,975
Total Patrimonio	8,047	8,679	10,228	10,672	12,008	12,158
<b>Total</b>	<b>24,291</b>	<b>22,756</b>	<b>24,107</b>	<b>23,550</b>	<b>25,413</b>	<b>25,133</b>
<b>Índice Deuda/Patrimonio</b>	<b>2.02x</b>	<b>1.62x</b>	<b>1.36x</b>	<b>1.21x</b>	<b>1.12x</b>	<b>1.07x</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

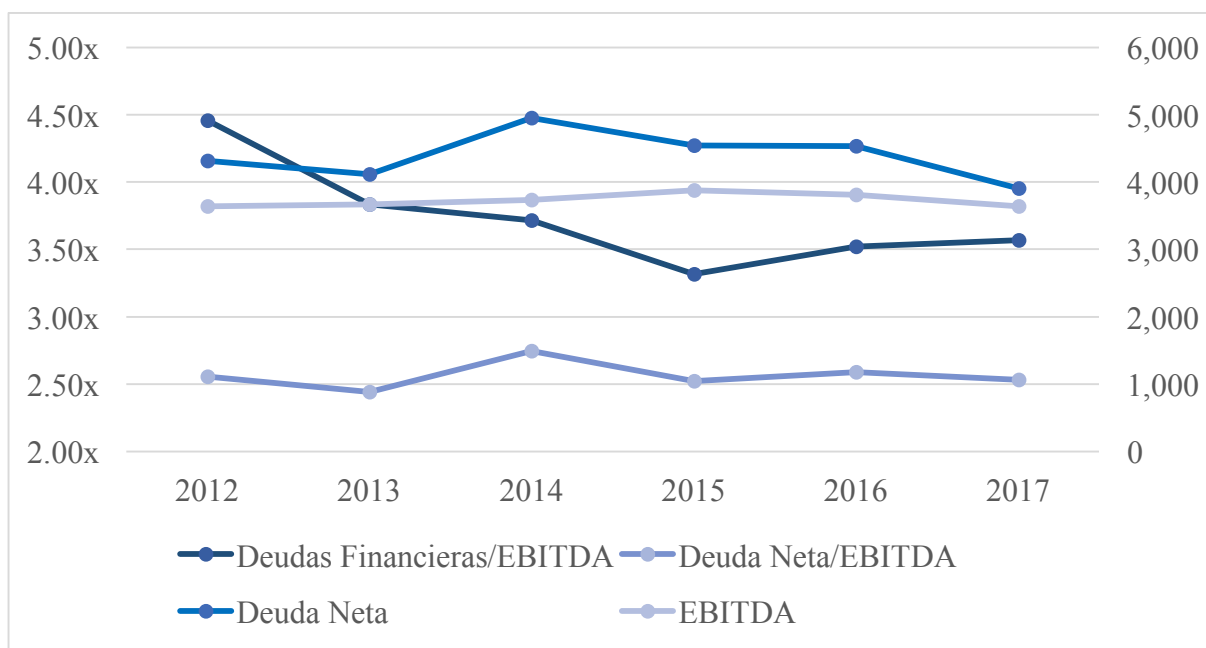
El perfil de deuda de Carrefour es equilibrado, sin una necesidad de refinanciación a lo largo de la vida restante de sus bonos, que promedian tres años y nueve meses. Su posición de liquidez es sólida, ya que tiene suficientes reservas de efectivo para cumplir con sus obligaciones de pago de deuda en el año que viene. Al 31 de diciembre de 2017, la calificación crediticia emitida por S&P fue de BBB+/A-2, considerando una perspectiva de estabilidad.

El índice de deuda financiera en relación al patrimonio ha ido disminuyendo significativamente todos los años. A tal punto que en 2017 el índice tuvo su menor valor con 1,07, luego de que tuviera su valor máximo de 2,02. La razón por la que fue bajando está relacionada con un desendeudamiento de la empresa, pero más en que el patrimonio creció. Este crecimiento fue a una TCCP alrededor del 7% y se destacan dos años en los cuales el patrimonio dio un salto sustancial. En 2014, las reservas consolidadas del año aumentaron un 20,2% y el patrimonio consolidado atribuible a intereses minoritarios un 37,5%. Por su parte, en 2016 el aumento en estas dos cuentas fue de aproximadamente 9,6% y 52,3%, respectivamente. Cabe destacar en este sentido los objetivos que plantea el grupo en torno a la administración del capital y que explican en parte estos aumentos efectuados. Los niveles de patrimonio establecidos son utilizados para asegurar que el grupo pueda continuar operando como una empresa en marcha, con altos niveles de liquidez; optimizar los retornos de los accionistas; y mantener un nivel apropiado que permita minimizar el costo de capital; y sostener una calificación crediticia que permita acceder a mayores fuentes de financiación.

En el último año, el patrimonio se vio disminuido por la ganancia neta negativa de la empresa (-€362 millones), las pérdidas por diferencia de cambio (-€482 millones) y la distribución de dividendos en efectivo a sus accionistas (€254 millones), pero se vio favorecido por la exitosa oferta pública inicial realizada en Brasil en el mes de Julio. Cabe aclarar que nada tiene que ver este índice con la capacidad de Carrefour de cubrir su deuda porque el patrimonio no es efectivo. La deuda, por su parte, no varió demasiado en estos años y fluctuó en un valor promedio cercano a los €36.000 millones.

A continuación, se analizarán algunos indicadores útiles sobre el grado de endeudamiento de Carrefour y que explican la capacidad de repago de su deuda.

**Gráfico XXVII: Evolución de Apalancamiento**  
**(En millones de €)**



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

La deuda neta se calcula sumando la deuda financiera de corto y largo plazo y restándole las cuentas de efectivo y similares de efectivo. Es un factor determinante en el análisis del apalancamiento de una empresa porque se la compara con varios factores. En este sentido encontramos que la relación Deuda Neta/EBITDA se mantuvo en un valor promedio de 2,57x. Sin dudas no es una buena señal de cara al futuro para Carrefour, ya que no hay muestras de que la empresa haya disminuido en estos años el tiempo que le llevaría cancelar su deuda. Cabe destacar que para que una empresa sea considerada con buena capacidad de pago financiero, debe tener un ratio Deuda Neta/EBITDA inferior a 2. Tal es el ejemplo del promedio registrado en 2017 por todas las empresas del Euro Stoxx 50 (1,16x), sin incluir el sector financiero<sup>1</sup>. La prácticamente nula variación de este indicador se explica en que tanto el EBITDA como la Deuda Neta se mantuvieron en valores similares al de años anteriores. Respecto a esta última, es destacable que la Deuda Financiera y la Caja e Inversiones de Corto Plazo disminuyeron considerablemente, pero en un valor muy similar cercano a €3.200 millones.

Por otro lado, a diferencia del indicador anterior, el factor Deudas Financieras/EBITDA presentó una baja pronunciada y prácticamente sostenida (TCCP: -3,7%). En 2012, tuvo su peor registro (4,46x) y en 2017 un valor de 3,57x, muy cercano al menor valor de los últimos años (2015: 3,32x). La caída de este indicador se dio por la baja de Deuda Financiera de corto plazo,

<sup>1</sup> Fuente: Bloomberg



que disminuyeron a una TCCP de -5% (Total reducción: -€1.409 millones) y la de largo plazo a una TCCP de -3,1% (Total reducción: -€1.860 millones).

Es importante analizar la relación entre la Deuda Neta y el Patrimonio porque también es una herramienta que nos permite determinar el apalancamiento financiero de una empresa. En términos de valores, se considera que una combinación equilibrada entre endeudamiento y patrimonio debería estar cercana a 1 y una riesgosa sería cuando registre un valor superior a 2. Carrefour mantuvo durante estos años un ratio promedio de 0,95x, que se inició en 2012 con 1,16x y fue cayendo sostenidamente hasta llegar a 0,76x en 2017. Sin dudas, esto da cuentas de que la empresa tiene un perfil conservador y que fue bajando aún más su exposición.

Cabe destacar que el mencionado factor Deuda Financiera y Patrimonio tuvo la caída más grande (TCCP: -10,1%) comparada con los indicadores reflejados en el Gráfico XXVII.

En esta industria, para analizar el buen manejo de una gerencia, es muy importante analizar el capital de trabajo. A continuación, se puede encontrar una perspectiva de cómo fue variando este indicador:

**Cuadro XII: Capital de Trabajo Neto y Capital de Trabajo Neto en Días**

<b>Capital de Trabajo Neto</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Bienes de Cambio	5,658	5,738	6,213	6,362	7,039	6,690
Cuentas a Cobrar	6,432	6,693	7,367	7,512	8,208	8,356
Cuentas a Pagar	12,925	12,854	13,384	13,648	15,396	15,082
<b>Capital de Trabajo Neto</b>	<b>-835</b>	<b>-423</b>	<b>196</b>	<b>226</b>	<b>-149</b>	<b>-36</b>

<b>Capital de Trabajo Neto en Días</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Ventas	77,330	76,675	76,318	78,857	78,774	80,975
Bienes de Cambio en días de Ventas	26.71	27.31	29.71	29.45	32.62	30.16
Cuentas a Cobrar en días de Ventas	30.36	31.86	35.23	34.77	38.03	37.67
Cuentas a Pagar en días de Ventas	61.01	61.19	64.01	63.17	71.34	67.98
<b>Capital de Trabajo Neto en Días</b>	<b>-3.94</b>	<b>-2.01</b>	<b>0.94</b>	<b>1.05</b>	<b>-0.69</b>	<b>-0.16</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

El capital de trabajo neto de Carrefour es negativo, como se espera para una empresa que pertenece a la industria minorista. Igualmente, el valor de este año está muy lejos de su mejor

valor registrado en 2012. Esto es una mala señal para la empresa, aunque al menos ha mejorado los registros de 2014 y 2015 en donde el indicador fue positivo. Al determinar el capital de trabajo neto en días, se puede observar que el único componente que fue mejorando con los años son las cuentas a pagar. Desde 2012, registra un aumento del 1,8%. En 2017 se han mejorado todos los registros con respecto a 2016, aunque el capital neto de trabajo en días registrado fue peor. A nivel general, que este indicador no haya superado nunca los 4 días, da señales de una mala administración de la empresa en el Capital de Trabajo Neto en Días. Aún peor para Carrefour podría ser el ejemplo de Grupo Casino, uno de sus máximos competidores, que en 2017 registró un capital de trabajo neto en días negativo de 21. Idealmente, con una buena gerencia los bienes de cambio y las cuentas a cobrar deberían reducirse y las cuentas a pagar aumentar. Esta última cuenta es con la que mejores señales da Carrefour, porque su crecimiento indica que se han logrado extender los plazos de pago a proveedores.

Por último, haremos una referencia a la política de Carrefour relacionada con inversiones en bienes de capital (denominados en su conjunto “CAPEX”). Como hemos repasado anteriormente, la empresa año a año fue aumentando su presencia en el mercado con un crecimiento en la cantidad de locales. Salvo por la transición de 2015 a 2016 comentada anteriormente, desde 2010 tuvo un crecimiento orgánico sostenido (Ver cuadro I). También ha trabajado incansablemente en la remodelación y modernización de los existentes, para lograr mantener su posición entre los líderes mundiales de la industria.

Al analizar el índice CAPEX/Ventas, podemos destacar que Carrefour invirtió aproximadamente un 3% promedio sobre el total de las ventas desde el año 2012. Por su parte, la TCCP del CAPEX en estos seis años es de 7,94%.

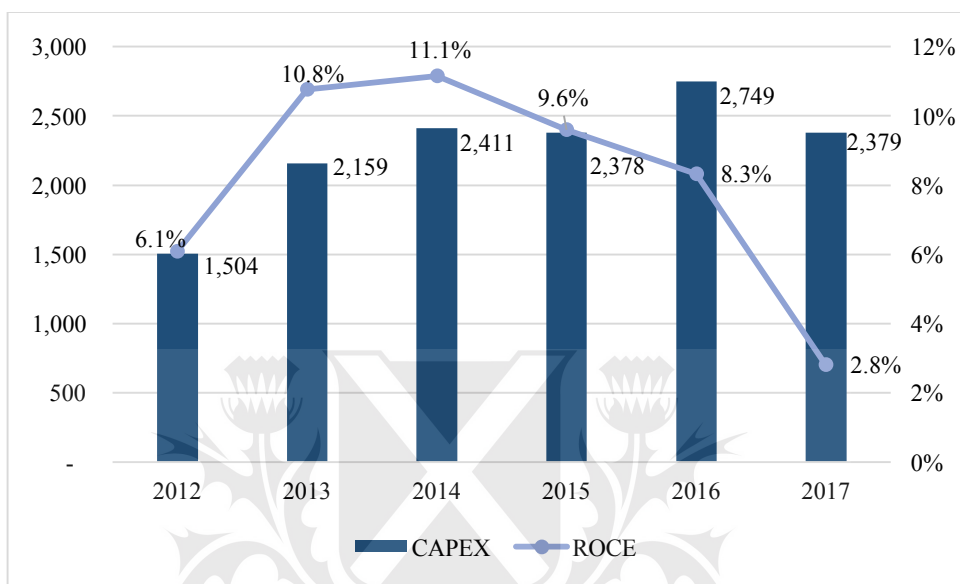
**Cuadro XIII: Relación Ventas-Capex**  
(Expresados en millones de €)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio	TCCP
Ventas	77,330	76,675	76,318	78,857	78,774	80,975	<b>78,155</b>	<b>0.77%</b>
CAPEX	1,504	2,159	2,411	2,378	2,749	2,379	<b>2,263</b>	<b>7.94%</b>
<b>CAPEX/Ventas</b>	<b>1.94%</b>	<b>2.82%</b>	<b>3.16%</b>	<b>3.02%</b>	<b>3.49%</b>	<b>2.94%</b>	<b>2.89%</b>	<b>7.12%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Ahora bien, para analizar con mayor profundidad el impacto de la inversión en CAPEX que ha desarrollado la empresa, es de utilidad compararlo con el ROCE (Retorno sobre el capital empleado. Fórmula: EBIT/Capital Empleado).

**Gráfico XXVIII: Relación Capex-ROCE**  
(Expresados en millones de € y %)



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

De 2012 a 2015, el ROCE ha evolucionado por encima del capital invertido con un valor promedio de 9,4%, lo cual demuestra la solidez de sus proyectos de inversión. Los siguientes años fueron paradójicamente en donde más se invirtió en CAPEX y donde la rentabilidad cayó y quedó por debajo de la inversión. Como se vino destacando anteriormente, gran parte de esta caída en la rentabilidad de los últimos años se debe a la extrema competencia que hay en el mercado francés. Para mantener o mejorar los registros de ventas de años anteriores, los descuentos y promociones han sido un factor efectivo y necesario, pero que sin duda repercutieron en la rentabilidad de Carrefour. A modo ilustrativo, cabe mencionar que el promedio del resultado operativo de esta región fue de 3% y en el año 2017 fue aproximadamente el 1.9%.

### c) Análisis del Flujo de Fondos

El flujo de fondos es una buena herramienta para analizar la liquidez de una empresa. Incluye las entradas y salidas de efectivo de todas sus actividades (operativas, de financiación y de

inversión) y las diferencias generadas por la exposición a diferentes tipos de cambio. En tanto, el flujo de fondos libre es una medida del rendimiento financiero de una empresa. Se determina con la diferencia entre el efectivo proveniente de actividades operativas y la inversión en bienes de capital. Su importancia radica en que permite a una empresa buscar oportunidades que mejoren el valor para los accionistas. A continuación, se puede observar cómo evolucionaron a lo largo de estos últimos años:

**Cuadro XIV: Evolución de Flujo de Fondos y Flujo de Fondos Libre**  
(Expresados en millones de €)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Efectivo de Actividades Operativas	2,459	1,675	2,609	2,818	3,306	2,843
Efectivo de Actividades de Inversión	337	-855	-3,397	-2,136	-2,856	-2,635
Efectivo de Actividades de Financiación	60	-2,489	-874	-821	-	362
Resultado por Tipo de Cambio	-132	-147	19	-249	131	-283
<b>Flujo de Fondos</b>	<b>2,724</b>	<b>-1,816</b>	<b>-1,643</b>	<b>-388</b>	<b>581</b>	<b>288</b>

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Efectivo de Actividades Operativas	2,459	1,675	2,609	2,818	3,306	2,843
Inversión en Activos Fijos	-1,504	-2,159	-2,411	-2,378	-2,749	-2,379
<b>Flujo de Fondos Libre</b>	<b>955</b>	<b>-484</b>	<b>198</b>	<b>440</b>	<b>557</b>	<b>464</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

El flujo de fondos tuvo su mejor registro en 2012, empujado por un buen resultado en el flujo proveniente de actividades operativas, que se sustentó en una buena gestión del capital de trabajo (especialmente, inventario) y un buen registro de los conceptos que no son efectivo (conocidos como “Non-Cash Items”). En los próximos años, estos se ven seriamente afectados con el cierre de litigios y medidas de reestructuración, mayormente. Las inversiones generaron efectivo por €337 millones, en donde se destaca una gran inversión en activos fijos por €1.504 millones e ingresos por la venta de las operaciones en Malasia y Colombia y el desprendimiento de las acciones de Altis. Estas operaciones representaron €2.053 millones y €153 millones, respectivamente. A nivel financiero, Carrefour obtuvo fondos refinanciando su deuda en casi €941 millones. El saldo bajo de este flujo se debe en buena parte al pago de dividendos del grupo por €137 millones y de las sociedades consolidadas a accionistas minoritarios por €121 millones.

En los siguientes tres años, Carrefour tuvo flujos de fondos negativos. Buena parte de ello se generó con el aumento de las inversiones en bienes de capital, que tuvo un promedio superior a los €2.300 millones. En términos operativos, durante 2013 se produjeron salidas por un total de €1.064 millones, como consecuencia de varias disputas tributarias. El efectivo de actividades de inversión tuvo un saldo negativo, a pesar de que los cambios en el alcance de la consolidación y las operaciones discontinuadas tuvieron un impacto positivo de €752 millones. Principalmente, esto incluyó la venta de operaciones en Indonesia y la pérdida del control de la filial en Turquía. También se generaron ingresos por €526 millones con la venta de la participación en los hipermercados Majid Al Futtaim, pero la mencionada alta inversión en bienes de capital fue superior (€2.159 millones). Por su parte, el saldo de las Actividades de Financiación fue negativo y el más alto de estos años, principalmente porque se produjo la reducción más grande de deuda por un total de €1.519. A pesar de ello, la mayor baja de la deuda neta se produjo en 2012, donde bajó por un total de €2.591 millones (Deuda neta 2011: €6.911; Deuda neta 2012: €4.320 millones), sustentada en el aumento de las cuentas de efectivo de un año a otro.

En 2014, la variación de efectivo también fue negativa pero menor. En el aspecto operativo, se vieron mejoras, en buena parte porque la ganancia neta antes de impuestos de la empresa fue de €2.010 millones. A su vez, se volvió a niveles similares de variación de capital de trabajo (2012: €464 millones; 2013: €91 millones; 2014: €419 millones), impulsado por un saldo positivo en la variación de las cuentas a cobrar y a pagar. Cabe destacar que se registraron ingresos por €67 millones producto de operaciones discontinuadas, correspondiente a la solución de una disputa que surgió años anteriores. Carrefour continuó invirtiendo para modernizar y desarrollar sus tiendas (€2.400 millones) y destinó más de €1.200 millones principalmente para un aumento de capital de Carmila (su establecimiento francés de bienes raíces) y la adquisición de Erteco (DIA). Sin dudas, este fue el año donde más se invirtió y el resultado del flujo de fondos de inversión lo refleja. En términos de endeudamiento, la reducción de deuda fue mayor a la emisión por €495 millones, continuando con la política del año anterior.

Durante 2015, el flujo de fondos se mantuvo con valores negativos y continuó con su tendencia bajista. Fue de -€388 millones, de los cuales €249 millones fueron por el mal resultado del tipo de cambio. Las disminuciones en el real brasileño y el peso argentino se vieron parcialmente compensadas por las ganancias de la moneda china y el dólar taiwanés. El nivel de inversiones

en activos fijos se mantuvo, aunque disminuyó la compra de nuevos negocios. El resultado que produjeron las ventas de activos fijos y otros negocios y la inversión de estos últimos fue de €242 millones, cuando con las grandes inversiones del año anterior había sido de -€986 millones. Toda una demostración de cómo aumento el flujo de fondos de inversiones. En términos de financiación, las deudas de corto plazo bajaron notablemente, contribuyendo a la baja de la deuda neta. Esta se redujo en €408 millones en el año, después de aumentar €837 millones en 2014 como consecuencia de la caída sustancial del saldo de caja. Cabe destacar que este flujo tuvo un resultado similar al del año anterior, ya que Carrefour pagó un 162% más en dividendos en efectivo (Total: €390 millones) y las compañías consolidadas pagaron €98 millones a sus accionistas minoritarios. Por su parte, los costos financieros netos ascendieron a €515 millones. Esto representó €47 millones menos en 2014, debido principalmente a la mejora en el costo de la deuda, producto de una menor tasa de interés promedio de los bonos del grupo.

En el año 2016, el flujo de fondos vuelve a tener un saldo positivo. Justamente, el resultado por las diferencias de cambio en la conversión de operaciones en el extranjero también fue positivo en €131 millones. Principalmente, por el aumento del real en Brasil y el dólar de Taiwán, que se compensó en cierta medida por la disminución del peso argentino y el zloty en Polonia. El flujo de caja de las actividades operativas fue de €3.306 millones frente a los €2.818 millones del año anterior. Los cambios en el capital de trabajo aumentaron €390 millones respecto a 2015, empujados por un valor de las cuentas a pagar que llegó a €1.083 millones. Carrefour continuó invirtiendo para actualizar sus activos y modernizar y ampliar la base de sus tiendas. También Cargo Property, una nueva filial de bienes raíces dedicada a la logística, realizó sus primeras inversiones. En total, se comprometieron un total de €2.500 millones. Las actividades financieras no generaron saldo. Se destaca el pago de dividendos en efectivo por €121 millones y una refinanciación de deuda que superó los vencimientos por €77 millones.

Por su parte, en 2017 la variación de efectivo fue positiva en €288. Extrañamente a este resultado, la ganancia neta antes de impuestos de la empresa fue de €255 millones, la más baja de estos últimos años, y el resultado de las divisas extranjeras fue negativo en un total de €283 millones. Al definir su plan de transformación, Carrefour revisó la proyección financiera de sus diversas regiones y ajustó ciertas suposiciones para sus operaciones en Italia. A pesar de que la rentabilidad en la región ha mejorado gradualmente en los últimos años, ciertas dinámicas comerciales observadas en 2017 llevaron al grupo a ajustar su pronóstico en términos de márgenes y flujo de fondos.

A nivel inversiones, existió una baja del monto destinado a bienes de capital. Pasó de €2.749 millones en 2016 a €2.379 millones. La disminución refleja la evolución en la estrategia de inversión de Carrefour y las medidas implementadas en la segunda mitad del año para controlar estos gastos. En el flujo de fondos de financiación, su saldo positivo estuvo empujado por el aumento de capital en efectivo realizado por Grupo Carrefour Brasil con la exitosa oferta pública inicial realizada en el mes de julio. En total, se reunieron casi €840 millones neto de costos. Carrefour pagó dividendos en efectivo por €151 millones, bastante en línea con los años anteriores. Las compañías consolidadas pagaron €141 millones a sus accionistas minoritarios y se redujo la refinanciación por €269 millones. La deuda neta logró su mejor baja en este período de análisis por €788 millones, empujada por una baja de las deudas financieras en €578 millones y el mencionado resultado del flujo de todos los flujos de fondos.

Con el objetivo de profundizar un poco más en el grado de endeudamiento y explicar la capacidad de repago de deuda de Carrefour, a continuación, expondremos el siguiente cuadro resumen con indicadores relacionados a los flujos de fondos de la empresa:

**Cuadro XV: Ratios de Deuda y Flujos de Fondos**

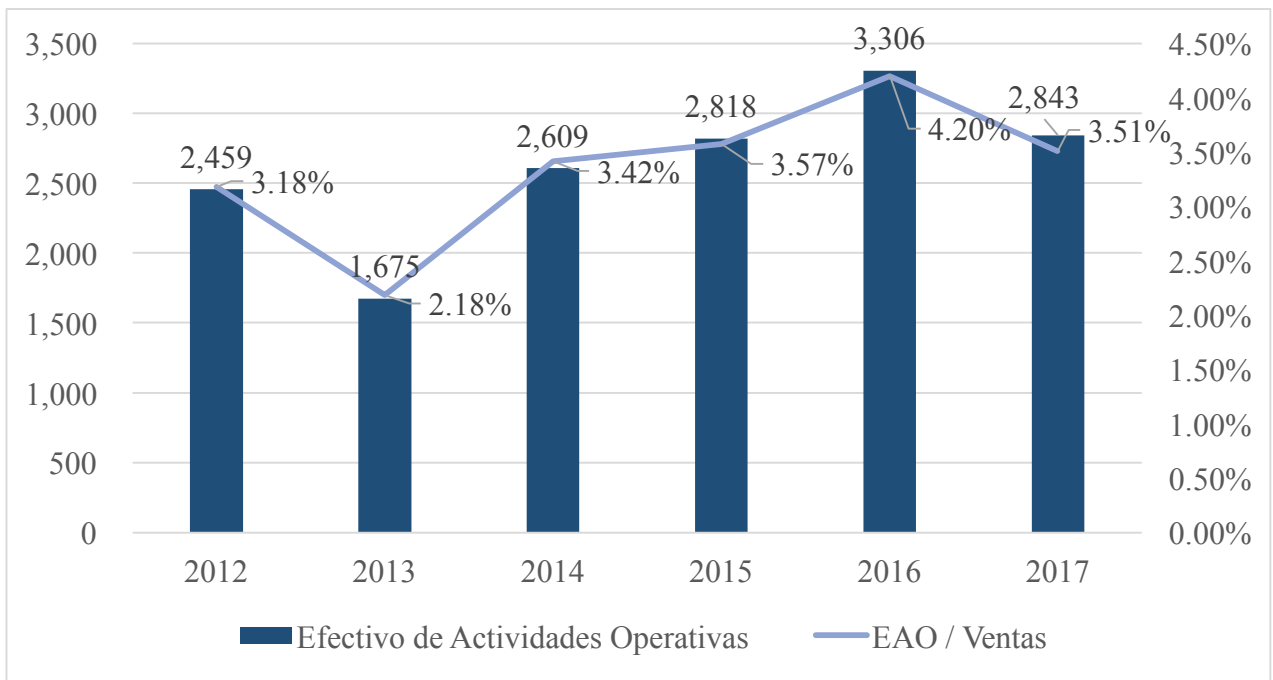
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TCCP
Deuda Neta/Flujo de Fondos	1.6x	-2.3x	-3.0x	-11.7x	7.8x	13.6x	42.0%
Deuda Neta/Flujo de Fondos Libre	4.5x	-8.5x	25.0x	10.3x	8.1x	8.4x	10.1%

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Para Carrefour, la relación de la deuda con los flujos de fondos parece ser al menos preocupante. En 2017, se registró que la proporción es de 13, es decir que con el flujo de fondos de este último año la empresa necesitaría de 13 años para pagar la deuda neta.

Para desglosar el análisis de los flujos de fondos de Carrefour, es importante enfocarse en el efectivo generado por sus actividades operativas, aquellas que forman parte neurálgica en el funcionamiento de la empresa. Para ello, se plantea la relación de las mismas con las ventas:

**Gráfico XXIX: Relación Efectivo Actividades Operativas (EAO) y Ventas  
(Expresados en millones de € y % Sobre Ventas)**



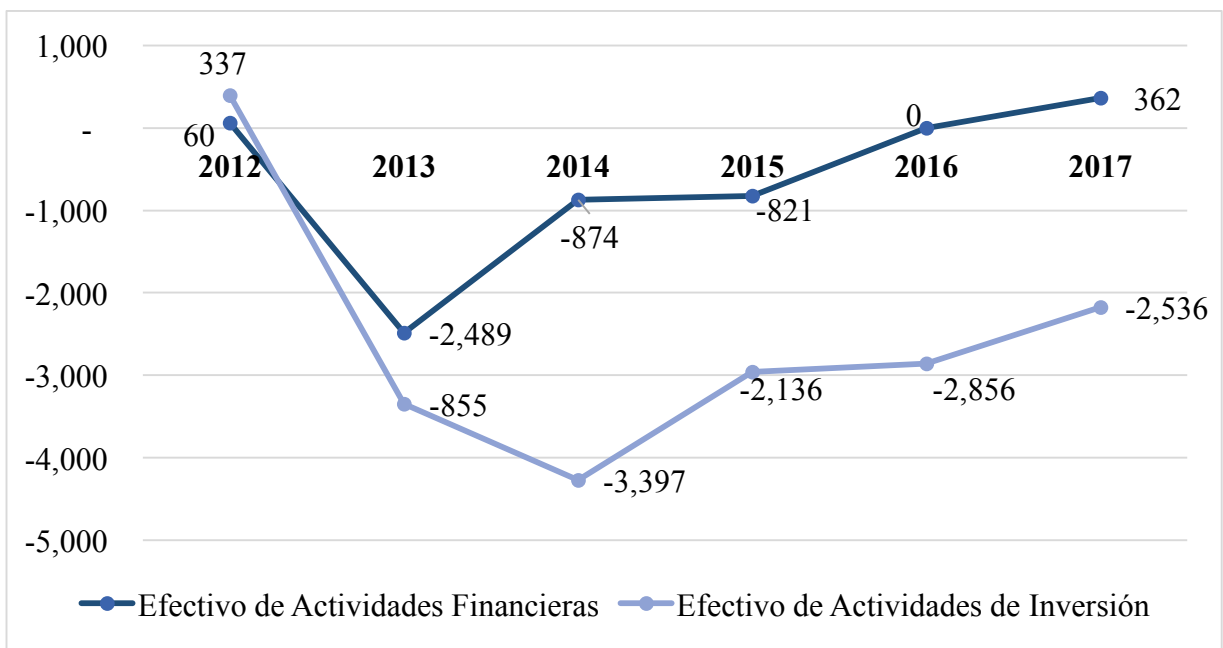
Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y Reporte Anual Carrefour

El indicador EAO/Ventas representa la capacidad de Carrefour para generar efectivo con sus ventas. Su tendencia es similar a la del efectivo por separado, que tuvo una TCCP del 2,4%, contra unas ventas que crecieron pero a una TCCP de sólo el 0,8%. Con ello, el ratio en 2016 prácticamente duplicó el valor de 2013. Cabe destacar que en este último año mencionado hubo una caída pronunciada del efectivo y se inició un período de crecimiento del mismo que se mantuvo hasta 2016. Prácticamente, el efectivo llegó a ser el doble mostrando la mejora notable de la capacidad de Carrefour.

Por otro lado, es importante mirar la evolución del efectivo proveniente de actividades financieras y de inversión.

**Gráfico XXX: Evolución del Efectivo Proveniente de Actividades Financieras y de Inversión**  
(Expresados en millones de €)





Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y Reporte Anual Carrefour

En este caso, abundan los valores negativos y se da justamente porque entre 2013 y 2015 hubo una notoria reducción del endeudamiento de la empresa y una inversión estratégica en activos fijos importante que se sostuvo en cada año. Cabe aclarar que el desendeudamiento de Carrefour generó que entre 2012 y 2017 el pago de intereses disminuya a una TCCP del 7,1%. En promedio, el monto invertido en estos seis años fue de aproximadamente €2.260 millones. En 2014, también se concretó la compra de varios negocios, razón por la cual es el año en el que se registró el valor más bajo de Efectivo de Actividades de Inversión. Se adquirieron 800 tiendas Dia en Francia y 58 supermercados Bila en Italia, lo cual representó una expansión de 550.000 metros cuadrados y 58.000 metros cuadrados, respectivamente. También se adquirieron 17 tiendas de conveniencia “Il Centro”, lo cual contribuyó a que se haya registrado un total de €1.188 millones en concepto de “Adquisición de nuevos negocios”. En tanto, la reducción neta de deuda más importante fue en 2013 y 2014 con un total de € 1.519 millones y €495 millones. Cabe destacar que en 2015 se produjo el pago más grande de dividendos en efectivo por un total de €488 millones, cuando la empresa mantiene un promedio anual de aproximadamente €240 millones. A su vez, se abonaron intereses netos por €360 millones, aunque estos estuvieron dentro de los valores más bajos del período en cuestión. El promedio de intereses abonados fue de €420 millones. A pesar de esto, en este año también se emitieron acciones por un total de €384 millones que sirvieron para aliviar la baja del efectivo proveniente de actividades financieras.

Otro aspecto muy útil para analizar son los dividendos. En este caso, se analiza la relación que estos tienen con la capacidad de cobertura que presenta la empresa mediante su Flujo de Fondos Libre a la Firma. Este último tiene varias fórmulas posibles para ser calculado, pero se utilizó la siguiente:

$$\text{FFLF} = \text{Flujo de Fondos de Operaciones} + \text{Intereses} \times (1 - \text{Tasa de Impuestos}) - \text{Capex}$$

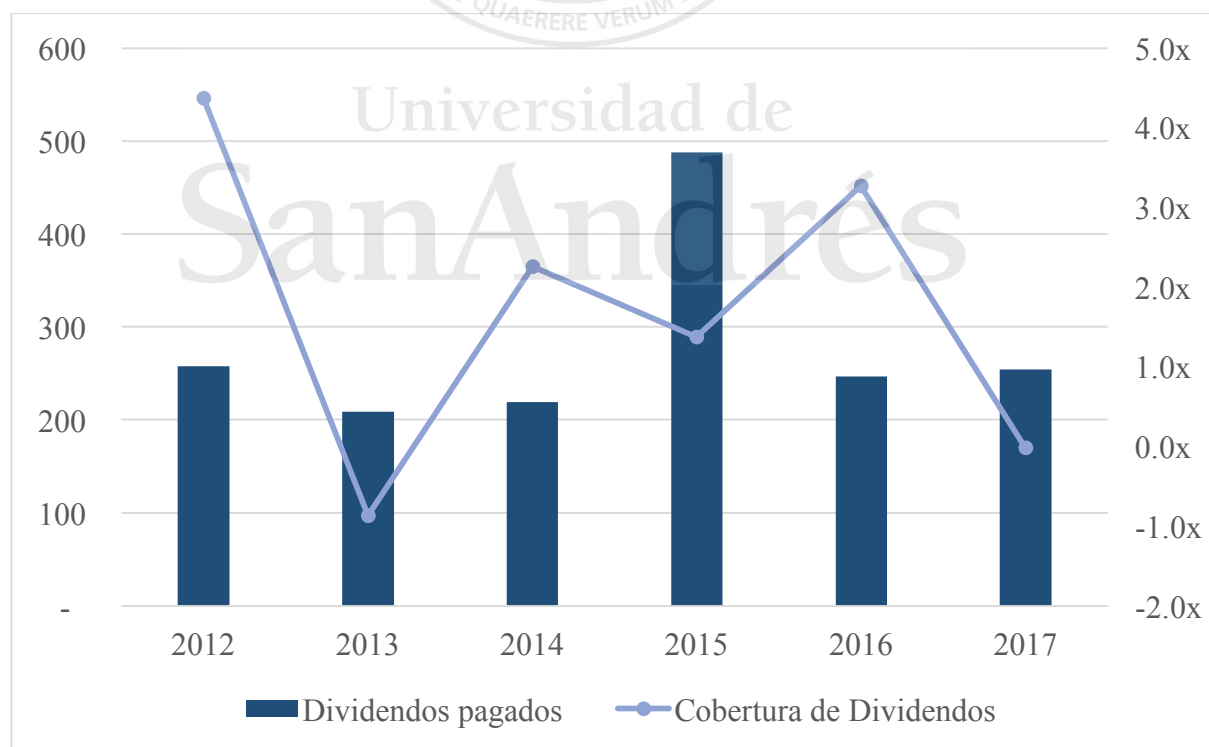
**Cuadro XVI: Cobertura de Dividendos**  
(Expresados en millones de €)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dividendos pagados por Carrefour	137	108	149	390	121	151
Dividendos pagados por Compañías Consolidadas	121	101	70	98	126	103
Flujo de Fondos Libres a la Firma	1,128	-182	495	672	807	-4
<b>Cobertura de Dividendos</b>	<b>4.4x</b>	<b>-0.9x</b>	<b>2.3x</b>	<b>1.4x</b>	<b>3.3x</b>	<b>0.0x</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y Reporte Anual Carrefour

El resultado de estos cálculos deja este gráfico de tendencia:

**Gráfico XXXI: Evolución de Dividendos y Cobertura**



Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y Reporte Anual Carrefour

Como se ha mencionado anteriormente, el año 2015 fue el año en que más dividendos en efectivo pagó la empresa con un total de €488 millones. A pesar de ello, la empresa tuvo un Flujo de Fondos Libre a la Firma que le permitiría cubrirlos 1,4 veces. Caso contrario fueron los años 2013 y 2017, en los cuales el mismo flujo no alcanzaba a cubrir los intereses y hasta fue negativo en el primero de ellos. Justamente, se puede observar aquí que directamente la inversión en activos fijos superó al Flujo de Fondos Operativo. En tanto, en 2017 esto no se dio pero la sumatoria de los intereses y la inversión en capital prácticamente igualaron los ingresos operativos. Cabe destacar que existieron años (2012, 2014 y 2016) donde Carrefour mantuvo una muy buena cobertura de dividendos y que el monto distribuido en efectivo entre Carrefour y sus compañías consolidadas a sus accionistas fue de aproximadamente €240 millones. En 2012, la empresa tuvo una ganancia antes de impuestos bastante menor a los demás (2012: €582; 2014: €1.972; 2016: €1.464), pero el monto invertido en activos fijos fue bastante menor. Esto permitió la mencionada buena cobertura. En tanto, los mencionados resultados altos de los otros años fueron contrarrestados con una mayor inversión en bienes de capital (2014: €2.411; 2016: €2.749).

#### **d) Análisis de Índices**

En términos de resultados, Carrefour utiliza recurrentemente un índice al que denomina ROI (“Recurring operating income”, por sus siglas en inglés) y que representa el EBIT antes de considerar: ingresos netos de asociados y empresas conjuntas e ingresos no recurrentes. El mismo demuestra que la región que mejores registros le generó en 2017 a Carrefour es Latinoamérica, tanto en valores absolutos como en términos de margen. A su vez, que la región de países de Europa en 2016 generó un hito superando a Francia en cuanto a márgenes, alcanzando un valor mayor al 3% y sosteniendo esta marca en el último año. Cabe destacar que hasta 2015, la región francesa llegó a tener un margen superior al 3% en 2013, 2014 y 2015. A su vez, que por años fue la dominadora en valores absolutos de ROI, aunque no en los márgenes porque Latam siempre se impuso. Sin dudas, la extrema competencia a la que se ha hecho mención tantas veces ha repercutido en Francia a tal punto que, con un nivel de ventas muy similar al de 2016, su ROI bajó casi un 33% y pasó a estar en tercer lugar a nivel región. Es importante mencionar que la red de tiendas ex Día generó una pérdida de €150 millones y colaboró en cierta forma para la disminución en la rentabilidad en este país.

## Cuadro XVII: ROI por Región Geográfica de Carrefour

(en millones de € y % sobre Ventas)

ROI	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Francia	929	1,198	1,271	1,190	1,031	692
Otros Países Europeos	509	388	425	567	712	677
Latinoamérica	608	627	685	705	711	715
Asia	168	131	97	13	-58	4

Margen de ROI	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Francia	2.6%	3.4%	3.6%	3.7%	2.9%	1.9%
Otros Países Europeos	2.5%	2.0%	2.2%	2.9%	3.5%	3.2%
Latinoamérica	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	4.9%	4.5%
Asia	2.8%	2.0%	1.5%	0.2%	-0.9%	0.1%

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Los márgenes de Latinoamérica han retrocedido con respecto a los últimos años. Un gran porcentaje de esta baja se debe a los resultados de Argentina, que en los últimos tres períodos ha tenido pérdidas generadas mayormente por la constante inflación y el bajo consumo. Sumado a esto, su tipo de cambio se ha devaluado. A modo ilustrativo, en 2017 se estima que el efecto negativo en este aspecto fue de -13%, mientras que en Brasil fue de +6,5%. El segmento brasileño también aportó al buen rendimiento de la región con el éxito de las tiendas Atacadão.

En Europa, las ventas netas totalizaron €21,1 mil millones en 2017. Esto significó un aumento del 5,1% al tipo de cambio actual respecto a 2016 y estuvo solventado en un aumento de las ventas comparables anuales por tercer año consecutivo. Aún así, el ROI cayó un 4,9%. El norte de la región obtuvo buenos resultados, mientras que el sur de Europa se vio afectado por un entorno competitivo difícil, y una inflación pujante en España que generó un aumento los costos de logística. En este país también se vio una similar dicotomía que en Europa en la que aumentaron las ventas (en este caso un 7,3%, segundo mayor registro de la región), pero se vieron afectados los rendimientos. Cabe destacar el aumento de la facturación en Rumania de casi 21%, con la cual llegó a un total de €1,8 mil millones. Esto se dio en buena parte por la efectiva transformación de 86 supermercados Billa, que consolidaron la participación de Carrefour en el mercado rumano.

En cuanto a la región asiática, la idea de Carrefour es continuar construyendo su posición a largo plazo con la creación de un plan integrado en la cadena de suministro, el cierre de tiendas

ineficientes, y un mayor desarrollo de las tiendas de conveniencia y el comercio minorista en línea. En ese sentido, se explica que los rendimientos hayan caído pronunciadamente en el período bajo análisis. Después de un 2016 donde el ROI fue negativo, mayormente con la baja en las ventas del competitivo y cambiante mercado chino, en 2017 se obtuvo un ROI mayor y positivo, pero la facturación disminuyó aún más. Justamente, este resultado refleja que el intento sentar bases sólidas a futuro y generar ahorro de costos en China va por buen camino. Diferente es la situación en Taiwán, donde año a año se ve un crecimiento en las ventas y en el margen operativo.

La abrupta caída en el rendimiento de Francia, generada mayormente por la constante guerra de precios que arruina las proyecciones en márgenes, contrastada con el aumento de las ventas y las buenas proyecciones económicas y políticas de Argentina y Brasil (aunque supeditadas a los próximos resultados electorales), podrían ser un factor a tener en cuenta para que Carrefour busque expandirse allí.

Con relación al análisis de rentabilidad de la empresa en su conjunto, es importante destacar los siguientes indicadores:

**Cuadro XVIII: ROA & ROE**  
(Expresados en millones de €)

<b>ROA</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Ganancia Neta	1,343	1,364	1,367	1,124	894	-362
Total Activos	46,006	43,514	45,789	45,095	48,845	47,813
<b>ROA</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>-0.8%</b>

<b>ROE</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Ganancia Neta	1,343	1,364	1,367	1,124	894	-362
Patrimonio Neto	8,047	8,679	10,228	10,672	12,008	12,158
<b>ROE</b>	<b>16.7%</b>	<b>15.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>7.4%</b>	<b>-3.0%</b>

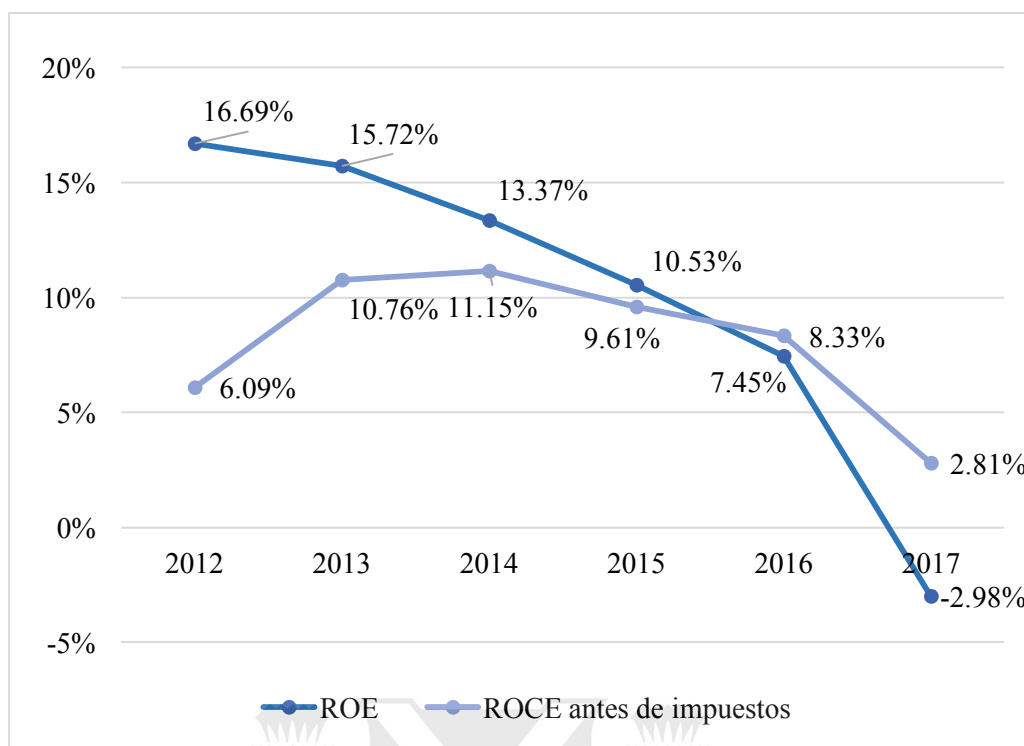
Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

El retorno sobre los activos (conocido como ROA) tuvo su menor valor en 2017. Su análisis se puede desglosar viendo sus dos componentes: la Ganancia Neta y los Activos. En primer lugar,

la ganancia neta nunca ha superado los €1.400. En los años 2012 a 2014, su valor fue bastante similar, con lo cual la variación en el valor del ROA se debió más que nada al cambio en los activos. Estos tampoco variaron en demasía, generando así un ROA promedio de 3%. A partir de 2014, la ganancia neta comienza disminuir a tal punto que en 2017 es negativa. Respecto a los activos, en 2016 y 2017 aumentaron como consecuencia del plan de expansión llevado a cabo por Carrefour, generando que el ROA disminuya aún más. La caída en la ganancia ya fue explicada anteriormente y se puede resumir en la creciente competitividad en el mercado francés y los aumentos de los costos de distribución en los principales mercados del grupo. En cuanto al último ejercicio de la empresa, se mencionó el aumento exponencial de los ingresos y gastos de explotación no recurrentes y el pobre resultado de Argentina, castigado por la creciente inflación, el bajo consumo y la devaluación. En la industria, el promedio de este indicador se encuentra alrededor del 5%.

Por su parte, el retorno sobre el patrimonio neto (conocido como ROE) también ha ido decreciendo en el tiempo y obtuvo su primer valor negativo en 2017 (ROE 2017: -3%). La baja se debe obviamente por los aspectos mencionados anteriormente con el ROA y porque el valor de patrimonio ha ido aumentando sostenidamente con los años. Desde el 2012 al 2014, Carrefour ha logrado mantener este indicador por encima del promedio de la industria, que es de aproximadamente 12%.

Universidad de  
**Gráfico XXXII: ROE vs. ROCE**  
San Andrés



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

En este gráfico podemos ver que desde 2012 el ROE y el ROCE (Retorno sobre el capital empleado) tienen una tendencia a la baja muy similar. Es importante para Carrefour que el ROCE se haya mantenido en positivo en 2017. Analizando en detalle su cálculo, encontramos que el factor Ventas/Capital empleado a lo largo de los años se mantuvo con un valor de 3,3 aproximadamente.

**Cuadro XIX: ROCE**

**ROCE**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT/Ventas	1.9%	3.1%	3.3%	2.8%	2.5%	0.9%
Ventas/Capital Empleado	3.2	3.5	3.4	3.5	3.3	3.3
<b>ROCE antes de impuestos</b>	<b>6.1%</b>	<b>10.8%</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.6%</b>	<b>8.3%</b>	<b>2.8%</b>

**CAPITAL EMPLEADO**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Activos	46,006	43,514	45,789	45,095	48,845	47,813
Total Pasivos Corrientes	21,955	21,382	23,053	22,317	25,095	23,074
<b>CAPITAL EMPLEADO</b>	<b>24,051</b>	<b>22,132</b>	<b>22,736</b>	<b>22,778</b>	<b>23,750</b>	<b>24,739</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.carrefour.com/>

Esto significaría que cada €100 invertidos, se generaron en promedio €3,3 de ventas. A pesar de la baja en la mayoría de sus indicadores, podemos encontrar que Carrefour mantuvo su competitividad en este aspecto tan importante.

En términos del margen de EBIT, que se calcula dividiendo el EBIT por las Ventas y que es el otro componente necesario para calcular el ROCE, también es positivo. Al igual que la mayoría de los indicadores repasados, en 2017 registró su menor valor (Margen de EBIT 2017: 0,9%) pero se destacó por mantener su valor entre 2013 y 2015 en aproximadamente 3% promedio.

Para concluir, si observamos los valores de ROCE, hasta 2016 Carrefour logró mantenerse con un volumen promedio cercano al 9%, demostrando su posición líder en esta industria competitiva y por ende su capacidad de mantener un alto volumen de ventas y rentabilidad. A pesar de esto último mencionado y de que su capacidad para generar ventas en 2017 cayó significativamente al 2,81%, a nivel general, la empresa ha sufrido un retroceso en la mayoría de sus indicadores, perdiendo rentabilidad y hasta obteniendo números negativos en algunos de ellos.

#### **Sección IV: Valuación**

##### **Capítulo I: Método de Flujo de Fondos Descontados**

###### **a. Modelo de Valuación**

El modelo de valuación DCF define y determina el valor intrínseco de las acciones ordinarias de una empresa como el valor presente de sus flujos de efectivo futuros esperados. Es una herramienta fundamental tanto en gestión como en investigación de inversiones, que descuenta el flujo de efectivo libre. Es decir, el efectivo disponible para todos los inversionistas. La tasa que utiliza es el costo promedio ponderado del capital, que tiene en cuenta el costo de la deuda y el costo del capital. Este método sigue siendo el favorito de los profesionales y académicos porque se basa únicamente en el flujo de efectivo dentro y fuera de la empresa, en lugar de considerar las ganancias basadas en la contabilidad, que suelen sostenerse en criterios con cierta subjetividad.

La valuación de las acciones de una empresa requiere de 4 instancias:



1. Valorar las operaciones de la compañía descontando el flujo de efectivo libre mediante el costo promedio ponderado del capital.
2. Calcular el valor terminal de la firma teniendo en cuenta una tasa de crecimiento de la misma a perpetuidad. Luego, para llevarlo a valor presente, se debe descontar el mismo al mencionado costo promedio ponderado del capital. El valor de la firma surge de la sumatoria entre este último resultado y los flujos de fondos libres descontados de los años a proyectar.
3. Para estimar el valor del patrimonio, corresponde restarle al valor de la firma la deuda financiera, los intereses minoritarios y sumarle los conceptos de caja y equivalentes.
4. Luego, para estimar el precio por acción, dividir el valor del patrimonio por el número de acciones actuales en circulación.

#### **b. Objetivos Principales de Carrefour**

Con respecto a los planes a futuro, Carrefour SA tiene en cuáles son sus objetivos a corto y largo plazo.

En la medida que hemos analizado la empresa en su conjunto, es evidente que la mejora en las ventas y los márgenes siempre van a ser una prioridad. La salud financiera proviene de estas dos claves y sin ellas no existe grupo económico que pueda mantenerse.

El grupo está lanzando un plan de transformación profundo denominado “CARREFOUR 2022”, con el objetivo de lograr un crecimiento rentable y sostenible. El crecimiento de Carrefour estará impulsado por su liderazgo en el sector alimentario, así como por el desarrollo de una oferta omnicanal líder y competitiva en cuanto a precios. A partir de 2018, el Grupo está lanzando un poderoso plan de eficiencia destinado a generar €2 mil millones de ahorros en costos anuales en 2020. Además, para mejorar su generación de flujo de caja libre, Carrefour administrará activamente sus requisitos de capital de trabajo, especialmente a través de una optimización de los niveles de inventario, así como de inversiones más eficientes. Las inversiones se reforzarán en las prioridades estratégicas de Carrefour y deberían representar €2 mil millones por año a partir de 2018. Finalmente, el objetivo de Carrefour es mantener una sólida estructura financiera. El Grupo desea mantener su política de dividendos, con un índice de pago de entre 45% y 50% del ingreso neto ajustado.

Los resultados de Carrefour seguirán íntimamente ligados a la evolución de las tasas de cambio, en particular la del real brasileño. Además, dados los niveles de inversión de los últimos años, el Grupo debería continuar viendo en el próximo año un aumento en la depreciación a pesar de una mayor disciplina en las inversiones y un presupuesto en Capex de €2.000 millones. El 2018 será un año crucial en la transformación de Carrefour y en la implementación de este plan que se materializará bajo los siguientes pilares:

**1. Mejorar en eficiencia. Aumentar la productividad y competitividad con el foco puesto en aumentar los bajos márgenes actuales**

Para ello, se buscará implementar una organización simplificada y abierta, donde el proceso de toma de decisiones sea más rápido y se concrete el desprendimiento de las tiendas ineficientes. El objetivo está puesto en desprenderse de alrededor de 270 tiendas ex Día, como consecuencia de las pérdidas que generaron en 2017. A su vez, en 2018 se iniciará una primera ola de reducción de costos en el marco de un plan que apunta a que en 2020 se logren ahorros por €2.000 millones, y con ello, se mejore la competitividad comercial. Como se mencionó anteriormente, en el próximo año se invertirán aproximadamente €2.000 millones, una cifra menor al promedio de los últimos cinco años que fue superior a los €2.400 millones.

Carrefour está llevando a cabo un cambio gradual de su posicionamiento central de hipermercados hacia una tienda de conveniencia y una posición digital más sólida. Con esta estrategia, la proporción de ventas generadas por los hipermercados cayó del 61% al 51% entre 2011 y 2016. El cambio tiene sentido: los hipermercados experimentarán un crecimiento más débil que las tiendas de conveniencia o el comercio minorista en línea hasta el 2021.

**2. Crear un universo multicanal de referencia en la industria**

Para este objetivo, se han planteado varias iniciativas que engloban a nuevos locales y el mercado digital.

En primer lugar, se buscará una aceleración del desarrollo del formato mayorista, especialmente en Latinoamérica. Allí se producirá la apertura de 20 nuevas tiendas Atacadão en Brasil y la conversión de 16 hipermercados al formato Maxi en Argentina. Por su parte, en Francia se estrenarán alrededor de 170 nuevas unidades.

En el rubro digital, se espera el lanzamiento de la plataforma única de comercio electrónico Carrefour.fr. También se extenderá la oferta de comercio electrónico de alimentos en Francia con 15 ciudades nuevas que ofrecerán servicio a domicilio y 10 ciudades nuevas que ofrecerán entregas en una hora. A su vez, se buscará implementar acuerdos estratégicos con el objetivo, en particular, de acelerar la digitalización de Carrefour, en línea con la alianza realizada con Showroomprivé.

### **3. Revisar la oferta para promover la calidad de sus alimentos**

Se planea el lanzamiento de acciones para renovar y desarrollar la oferta de productos frescos y orgánicos y sus marcas propias. En detalle, se tienen en vista los siguientes movimientos estratégicos:

- Lanzamiento de un plan de Agroecología en varias categorías de productos frescos y del "contrato de desarrollo orgánico" y la duplicación del número de empleados especializados en productos frescos y entrenados en la WWF (la organización mundial de protección del medio ambiente), con el objetivo de apoyar el segmento "upstream" de la cadena agroindustrial.
- Ampliación de las gamas de productos orgánicos en las tiendas.
- Despliegue de la tecnología "blockchain", un registro compartido de datos guardados por una red de computadoras, en todas las líneas de calidad de Carrefour para mejorar la trazabilidad de la oferta.

### **4. Profundizar los resultados de su comprometida política de Responsabilidad Social Empresarial (RSE)**

Carrefour mantiene un profundo compromiso en su política de RSE, que está estructurada en 3 ámbitos: laboral, ambiental y social. Sin dudas, uno de sus objetivos para el futuro es continuar con ella y lograr que los objetivos trazados se cumplan.

En 2017, el grupo registró 378.923 empleados, una baja de empleados con respecto a los 384.151 de 2016. A pesar de ello, con los planes de apertura de nuevos locales se plantea que este número continúe creciendo, aún teniendo en cuenta que el plan de recortes pueda generar una reducción del personal. Como hemos comentado anteriormente, Carrefour siempre ha dado prioridad al empleo local, y la mayoría de sus empleados provienen de las comunidades cercanas de sus tiendas.

También en estos últimos 2 años recibió un premio como una de las 10 mejores empresas para el reclutamiento de diversidad en Francia y los planes están puestos en conseguir este reconocimiento año a año. En los últimos períodos, los empleados han podido aprovechar diferentes iniciativas que incluyen prácticas modernas de trabajo tales como trabajo remoto o la oportunidad de hacer parte de su trabajo en un departamento diferente dentro de la tienda o realizar un trabajo diferente, capacitaciones y programas de reconocimiento y promociones internas, con el objetivo de que su vida laboral se vea potenciada.

En 2015, Carrefour firmó un nuevo acuerdo internacional con UNI Global Unión, que refleja un deseo compartido de promover el diálogo social, la diversidad y el respeto de los derechos fundamentales en el lugar de trabajo.

En el aspecto ambiental, Carrefour tiene armada una estructura que apunta a la contaminación y gestión de residuos, el uso sostenible de los recursos, el cambio climático y la protección de la biodiversidad.

Entre otras cosas, Carrefour se ha fijado el objetivo de reducir el consumo de energía en 30% por metro cuadrado de área de ventas para 2025 en comparación con 2010. Desde 2010, la empresa ha logrado una caída acumulada en la cantidad de energía consumida del 15,4%. Esto se ha logrado colocando puertas en unidades de refrigeración, instalando iluminación LED, monitoreando el consumo de energía en las tiendas, optimizando las cámaras frigoríficas y compartiendo las mejores prácticas.

Trabajando conjuntamente con el Foro de Consumidores de Productos (CGF), Carrefour se compromete a eliminar el uso de hidrofluorocarbonos antes de 2025 a más tardar.

Desde 2013, el grupo sigue el programa Opti'Transport en Francia con el fin de optimizar su organización logística y limitar su huella de carbono optimizando la frecuencia de las entregas, aumentando el número de paquetes por camión y haciendo que los proveedores hagan entregas directas a las tiendas cuando los volúmenes lo permitan.

Con respecto a lo social, en el año 2000 fue creada la Fundación Carrefour para llevar a cabo programas de patrocinio en los países donde opera el Grupo. Como minorista, los esfuerzos de

Carrefour se centran en dos áreas principales: solidaridad alimentaria y ayuda humanitaria de emergencia.

En 2016, el presupuesto anual de la Fundación Carrefour de €4,45 millones se incrementó en €1,2 millones adicionales destinados a mejorar las condiciones de trabajo. El Consejo de Administración de la Fundación también votó por €2,7 millones de fondos no asignados para fines de ayuda humanitaria de emergencia para poblaciones migrantes y refugiadas. En total, el presupuesto de la Fundación en 2016 se mantuvo en €8,42 millones, y los gastos operativos representaron el 4,5%. La Fundación respaldó 94 programas en 16 países, una política que para los años siguientes continuará profundizándose.

### **c. Variables a proyectar**

Para calcular el flujo de fondos a la firma (FCFF), es necesario analizar y proyectar determinadas variables en un determinado plazo del tiempo, que te permitan obtener el flujo de fondos.

#### **➤ Ventas**

En este caso, la proyección de las ventas se hizo en particular para cada uno de los principales negocios en los que opera Carrefour: Francia, Europa Occidental, Latinoamérica y Asia. Para proyectar las mismas se tuvieron en cuenta variables como: apertura de locales, SSS, acuerdos con otros comercios, crecimiento pasado promedio de las ventas por segmento, crecimiento de la industria, inflación. En Francia, se esperan fuertes inversiones en el comercio electrónico y diversas alianzas estratégicas. Finalmente, se producirá el lanzamiento de Carrefour.fr y se estima que habrá una inversión de €2,8 mil millones en cinco años (seis veces más que las inversiones de 2017), con la que el Grupo buscará aumentar su escasa participación en este mercado. Cabe desatacar que entre 2011 y 2016 fue la empresa que menor volumen de ventas generó entre sus competidores de Francia. El objetivo es lograr €5.000 millones en ventas de alimentos para el año 2022. Se espera la apertura de 170 nuevas unidades del formato mayorista, una de las líneas que mejor funcionan hoy por hoy, incrementando las ventas en un mayor porcentaje.

En Latam, se planea acelerar el desarrollo de las tiendas mayoristas con la apertura de 20 nuevas Atacadão en Brasil y la conversión de 16 hipermercados al formato Maxi en Argentina.

China sigue siendo un mercado problemático dentro de Asia para la compañía, aunque parecería estar prometedoramente bien establecida para el largo plazo con su inversión sustancial en tiendas físicas. La adquisición de una participación en Carrefour China por parte de Tencent, líder mundial en tecnología, y Yonghui, un minorista especializado en alimentos frescos y formatos pequeños en China, podrían allanar el camino para consolidar sus ventas.

➤ *Costo Sobre Ventas*

En este caso, los COGS (por sus siglas en inglés, “Cost of Goods Sold”), tuvieron un promedio de 77,7% en los últimos tres años. Se decidió utilizar dicho promedio para las proyecciones.

➤ *Depreciaciones y Amortizaciones*

Proyectadas como porcentaje % de Activos Fijos (PPE por sus siglas en inglés “Property, Plant & Equipment”) al inicio de cada año. Cabe mencionar que el PPE al inicio de cada año es igual al PPE al final del año anterior, y el mismo se calcula como  $PPE \text{ al inicio} + Capex - Depreciaciones$ .

➤ *Gastos Comerciales, Administrativos y Generales*

La empresa ha puesto en marcha un plan de reducción de gastos generales, que han ido creciendo sostenidamente desde 2012 a 2017. Uno de los factores que influye en la reducción de gastos es el plan “CARREFOUR 2022”.

➤ *Impuestos*

Se utiliza la tasa efectiva que la empresa ha abonado en los últimos cuatro años, sin tener en cuenta el año 2017 la cual fue extraordinaria.

➤ *CAPEX*

Bajo el plan “CARREFOUR 2022”, para mejorar su generación de flujo de caja libre, Carrefour administrará activamente sus requisitos de capital de trabajo, especialmente a través de una optimización de los niveles de inventario, así como inversiones más eficientes.

Estimamos que lo alcanzarán en el 2020, y luego intentarán mantenerlo constante, con ciertas disminuciones, ya que, recordamos que se trata de una industria probablemente cerca de su etapa de madurez, por lo que el CAPEX no debería aumentar en el futuro.

➤ *Capital de Trabajo*

Calculado como activo corrientes menos pasivos corrientes. En lo que respecta a cuentas a cobrar, se calculan como días de ventas. Las cuentas a pagar y los inventarios están calculados sobre el costo de ventas (COGS, por sus siglas en inglés). Se espera una leve baja, en concordancia con los últimos dos años, para luego mantenerse constante.

**d. Cálculo del Costo del Capital**

➤ *Costo del Equity*

Para determinar el costo del equity ( $K_e$ ) se utiliza la fórmula del modelo derivado del CAPM, que incluye 4 variables: tasa libre de riesgo, prima de riesgo de mercado, determinada como la diferencia entre el riesgo de mercado y la tasa libre de riesgo, y la Beta de Carrefour. La fórmula del modelo es la siguiente:  $K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \text{Beta}$ .

Para la tasa libre de riesgo utilizamos la tasa del swap Euribor plain vanilla, la cual es 1,5%. Es la tasa de referencia a nivel mundial para este tipo de operaciones, y su razón de utilización recae en la moneda de valuación que estamos utilizando, el euro.

Para estimar el riesgo de mercado ( $R_m$ ), que se utiliza para calcular su prima de riesgo (PRM), se realiza un promedio ponderado del retorno mensual del índice STOXX Europe 600 durante los últimos 30 años y luego se lo multiplica por 12 para entonces llevarlo a un valor anual. Cabe destacar que este índice engloba a las 600 empresas de diferente capitalización más importantes de Europa. El resultado de ello arroja un riesgo de mercado de 6,30%, al que restándole la  $R_f$  genera una prima de riesgo (PRM) de 4,80%.

Si bien Francia es el mercado principal de Carrefour, no hay que desestimar las operaciones que realiza en Latam, que representan más del 20% de las ventas totales del grupo. Para esto, debemos ajustar la PRM de mercado por el riesgo país que representan esto. Aproximadamente un 80% de las operaciones de Latam corresponden a Brasil y el otro 20% a Argentina. Para Brasil el riesgo país es de 2,40% y Argentina 3,51%. Teniendo en cuenta esto, se calcula una prima de riesgo país en base al promedio ponderado de las operaciones. De esta forma, la PRM queda conformada de la siguiente  $(6,30\% - 1,50\% + 2,62\%) = 7,42\%$

La Beta es una medida del riesgo no diversificable de una acción y por eso se usa para medir su riesgo. Para estimarla, se puede calcular la pendiente entre el rendimiento anual de los últimos 5 períodos de la acción de Carrefour (CA.PA) y el mencionado índice STOXX Europe 600. La Beta determinada es de 1,19, un tanto mayor a la Beta promedio de la industria de alimentos minorista de Europa obtenida por Damodaran de 0,95. Esta diferencia puede explicarse porque Carrefour tiene buena presencia en mercado emergentes como Latinoamérica y Asia, que le agregan al negocio mayor riesgo.

Asímismo, realizamos un intervalo temporal de la pendiente de Beta de 1 a 5 años para ver cuán confiable es el número obtenido. Los valores oscilan entre 0,89 y 1,19, con un promedio de 1,06. Para el último año puntualmente fue de 1,07. Consideramos que 5 años es un período representativo de esta medida.

Finalmente, la fórmula para el cálculo del costo del equity queda desglosada de la siguiente manera:

$$K_e = 1,50\% + (6,30\% - 1,50\% + 2,62\%) \times 1,19$$
$$K_e = 10,32\%$$

#### ➤ *Costo de la Deuda*

Para el costo de la deuda se utilizaron dos mecanismos: a) cálculo de las YTM de los bonos que tiene emitidos la empresa al 31/12/17; y b) pago de intereses sobre deuda promedio. El primer método nos arrojó un kd antes de impuestos de 0,63%. Consideramos que este valor es muy bajo y por lo tanto no es representativo. La opción b) nos arrojó un kd antes de impuestos de 3,37%. A estos cálculos se les aplica una tasa del 35,85%, que representa el promedio de la tasa de interés efectiva abonada por la empresa durante los últimos seis años. En el primer caso, se obtuvo un costo de deuda de 0,40% y, en el segundo, 1,83%. Cabe destacar que para su cálculo no se tiene en cuenta los años 2012 y 2017 ya que las tasas fueron extraordinarias.

El costo de la deuda después de impuestos quedó conformado de la siguiente forma:

$$K_d = 2,83\% \times (1 - 35,85\%)$$
$$K_d = 1,82\%$$



Según Damodaran, el valor determinado para el promedio de las empresas europeas en dicha industria debería rondar los 3,47%, con lo cual el valor calculado para Carrefour es un tanto bajo.

➤ *Estructura de Capital*

La estructura de capital actual de la empresa a valores de mercado está compuesta aproximadamente por un 70% de equity y un 30% de deuda. Esta estructura de capital difiere bastante con el promedio de las empresas europeas que integran la industria minorista, que sostienen generalmente un 55% de equity y un 45% de deuda.

Una vez calculados todos los parámetros, la fórmula del WACC queda determinada de la siguiente forma:

$$WACC = 10,32\% \times 70\% + 1,82\% \times 30\%$$

$$WACC = 7,86\%$$

**e. Escenarios Posibles**

➤ *Escenario Base*

En este escenario se toman en cuenta los objetivos propuestos por la compañía para el año 2018 y los siguientes:

- **Crecimiento en Ventas.** Aunque Carrefour continúa invirtiendo en nuevas tiendas y adquisiciones en Europa Occidental, sus negocios en Asia Pacífico, América Latina y Medio Oriente y África (región donde la compañía ha obtenido la mayor ganancia en la cuota de mercado durante 2011-2016) entregarán lejos un crecimiento más fuerte hasta el 2021. Al mismo tiempo, la compañía seguirá moviéndose con cuidado, retirándose de los mercados con bajo rendimiento (ejemplo: en 2014 dejó de operar en India).

En cuanto a Francia, mercado con poco crecimiento y muy bajos márgenes, se espera una leve recuperación en cuanto al desempeño del 2017, para luego crecer a una tasa constante del 0,4% en base a la transformación que generará el plan “CARREFOUR 2022”.

Carrefour está llevando a cabo un cambio gradual de su posicionamiento central de hipermercados hacia tiendas de conveniencias y una posición digital más sólida. El

formato hipermercados está saturado y el consumidor tiene una mala percepción del precio comparado con Leclerc. Para 2020, su área de ventas se reducirá por un total de al menos 100.000 m<sup>2</sup>. Por su parte, las tiendas de conveniencia es un formato en crecimiento y su ponderación pasó de 72% en 2012 a 74,6% en 2017. Existe un plan global de abrir 2.000 tiendas en los próximos 5 años y es inminente la posible venta de 273 tiendas ex-DIA que están experimentando grandes dificultades. Los supermercados están en crecimiento constante, salvo 2017. Su ponderación bajó de 20% a 18,5% (2012 a 2017), aunque será un formato que seguirá creciendo para recobrar peso dentro del grupo. En tanto, con el formato mayorista se buscará una aceleración de su desarrollo, con Promocash como bandera.

La importancia del formato electrónico de cara al futuro se puede expresar de la siguiente manera:

- 1) **Adquisiciones:** Rue du Commerce, Greenweez, Top Achat, Croquetteland, Grands Vins Privés, My Design, Quitoque (líder en entrega de comida y pionero en la industria de Foodtech), Showroomprivé (2do mayor operador de ventas en Internet de Europa)
- 2) **Alianzas estratégicas:** con Tesco, con la que busca mejorar la calidad y la elección de sus productos, a precios más bajos; a su vez, fortalecer relaciones con proveedores y crear oportunidades significativas para ellos.
- 3) **Sitio web:** modernización y relanzamiento del sitio web Carrefour.fr, en búsqueda de explotar el poder de la marca Carrefour en Francia y Europa. Sociedad con Sapient, un jugador tecnológico líder perteneciente al Grupo Publicis.
- 4) **Formatos:**
  - Envíos a domicilio:** extensión de la oferta de alimentos en 25 ciudades nuevas.
  - Drive:** se abrirán 170 nuevas unidades y se mejorará la calidad general del servicio, en particular gracias al despliegue de medios logísticos automatizados. Cabe destacar que en 2017 había 636 formatos de este tipo.
  - Click & Retire:** se expandirá a más de la mitad de las tiendas en 2019.

En el resto de Europa, se pronostica un crecimiento de 2% hasta 2020 aunque bien podría aumentar si las economías presentan algunas mejoras de perspectivas y se impone el dinamismo de Turquía. Los hipermercados presentan una ponderación a la baja, a pesar de que Carrefour cuenta con la misma cantidad de tiendas que en 2012. Las tiendas de conveniencia también están creciendo. Su ponderación pasó de

45% en 2012 a 52% en 2017. El supermercado es un formato que ha ido disminuyendo su presencia en los últimos 2 años. Su ponderación disminuyó de 43% a 38% (2012 a 2017), aunque será un formato que comenzará a crecer para recobrar ponderación. En cuanto a los mayoristas se buscará una aceleración de su desarrollo y la adaptación de ciertas tiendas a este formato. Supeco es un claro ejemplo de ello. Los acuerdos estratégicos y los avances generados en el comercio electrónico de la región francesa tendrán un fuerte impacto en esta región.

En Latinoamérica, el año 2017 fue de resultados excepcionales. Esto se debió principalmente al aumento orgánico de las ventas en Brasil, principalmente en Atacadão, y un consumo en Argentina bajo, pero que ha ido mejorando levemente gracias al crecimiento de la economía en los últimos tres trimestres del año. Consideramos que es un mercado con gran potencial de crecimiento para los próximos cuatro periodos. Más aún, el comercio en línea se encuentra en su momento de auge. Se espera una aceleración del desarrollo del formato mayorista con la apertura de 20 nuevas tiendas Atacadão en Brasil y la conversión de 16 hipermercados al formato Maxi en Argentina y Supeco en Brasil. Desde 2017, existe un foco puesto en aumentar su presencia. En esta región también el formato hipermercado se encuentra saturado. Se espera una continuación de la baja en tiendas fuerte que hubo en 2016 y 2017 (ponderación 2012: 40% 2017: 19%)

Las tiendas de conveniencia están en crecimiento constante. Su ponderación lo refleja: creció de 35% en 2012 a más de 51% en 2017. Están programadas más de 300 aperturas en Brasil para 2018. En cambio, los supermercados tuvieron una fuerte caída en 2017. Su presencia bajo de 25% a 15% (2012 a 2017), y se espera que continúe disminuyendo con la transformación a otros formatos. A su vez, con una consolidación de los gobiernos pro mercado en toda la región se podría dar inicio a periodos de crecimiento económico sostenido. Latinoamérica es una región que presenta los mejores indicadores. Una mejora en indicadores económicos como inflación, tipo de cambio, y principalmente PBI per cápita podrían dar un fuerte impulso al consumo y a una consolidación de la región dentro del grupo. Se espera que el 2018 sea un año positivo, con un crecimiento del 8% nuevamente empujado por Brasil, para luego ir estabilizándose poco a poco. Para Argentina se proyecta un

crecimiento sostenido recién a partir del 2020, ya que en los próximos años todavía se vislumbra incertidumbre económica.

China sigue siendo un mercado problemático dentro de Asia para la compañía, aunque parece prometedoramente bien establecido para el largo plazo con su inversión sustancial en tiendas físicas. La adquisición de una participación en Carrefour China por parte de Tencent, líder mundial en tecnología, y Yonghui, un minorista especializado en alimentos frescos y formatos pequeños en China, podrían allanar el camino para consolidar sus ventas. También la alianza con Tesco, que opera en este mercado, podría traerle ventajas significativas a Carrefour. Cabe destacar que se producirá el lanzamiento de un sitio web en Shangai que ofrecerá más de 15.000 productos.

Estamos frente a una empresa cuyas ventas globales proyectadas crecerán alrededor de un 1,7% en los próximos diez años, principalmente por los trascendentes cambios que se han fijado de 2018 a 2022.

- **Costo de Ventas.** Como mencionamos previamente, el promedio de los últimos tres años fue de 77,7%. Consideramos apropiado dicho promedio para los futuros años.
- **Depreciaciones y Amortizaciones.** Proyectadas como porcentaje de CAPEX. En este caso, un 62% a partir del año 2018. Dado que el CAPEX disminuye, las D&A también lo hacen.
- **Gastos Comerciales, Administrativos y Generales.** Creemos que, a medida que la industria avance hacia ventas más automatizadas y un mayor uso del comercio electrónico, los gastos de venta disminuirán. Más aún, la empresa ha implementado un profundo plan de reducción de gastos generales que incluyen reducción de que se enfocará en cuatro áreas principales:
  - 1-Optimización de las compras directas: renovación de la oferta de productos mediante la reducción de surtidos en más del 10%, negociaciones a nivel internacional para aprovechar la presencia de Carrefour en más de 30 países;

2-Racionalización de las compras indirectas: gestión estricta de los gastos y especificaciones y política de renegociación sistemática de contratos históricos por parte de equipos dedicados a nivel de grupo;

3-Reducción de los costos de logística: un mayor enfoque en la eficiencia operativa de la cadena de suministro;

4-Reducción de los costos estructurales: simplificación de las organizaciones de la sede. Las tres primeras áreas representarán la gran mayoría del logro del objetivo de ahorro anual de €2.000 millones.

Para plasmar esto en nuestro modelo, pronosticamos los gastos de venta como porcentaje de los ingresos y luego los despojamos del 0,1% anual hasta volverse constantes los últimos cinco años.

- **CAPEX.** Decreciente dados los objetivos de la empresa de tener un CAPEX de €2.000 millones anual. Se estima que dicho objetivo se alcanzaría en 2020. Luego seguirá decreciendo lentamente, característica de una empresa cerca de su etapa de madurez, como lo es Carrefour.
- **Capital de Trabajo.** Proyectado como días de venta. Continúa siendo negativo como se esperaba para el sector mayorista y creemos que seguirá disminuyendo. Proyectamos una leve disminución en sus tres componentes (inventarios, días de cobro y de pago). Cabe destacar que con el plan “CARREFOUR 2022” para mejorar su generación de flujo de caja libre, Carrefour administrará activamente sus requisitos de capital de trabajo, especialmente a través de una optimización de los niveles de inventario, así como inversiones más eficientes. Esto repercute en un leve aumento en el capital de trabajo neto.
- **Tasa de Crecimiento Perpetua.** Es de 1,8%. Carrefour pertenece a una industria en la que las necesidades se renuevan constantemente. Creemos que ha alcanzado cierta madurez, ya que puede haber cubierto clientes potenciales y, por lo tanto, se podría considerar que sigue un crecimiento constante menor que la tasa de la economía francesa. Viene enfrentando pérdidas y un crecimiento bajo en relación a sus ventas (TCCP 2012 a 2017 = 0,8%). Sin embargo, su posible expansión en Latinoamérica, Asia y en el comercio electrónico, acompañados por las mejoras generadas por el Plan Carrefour 2022, son fundamentos adecuados para no

considerar madura a la empresa. Es por eso que estamos eligiendo un pronóstico de 5 años y esta tasa que es equivalente a la tasa de inflación de Francia proyectada por el Fondo Monetario Internacional para el período de tiempo bajo análisis.

Dadas las variables mencionadas previamente, se procedió al cálculo de los flujos de fondos libres de la firma, para luego poder estimar el precio objetivo de la acción. El resultado fue el siguiente:

**Cuadro XX: Valuación FFD en Escenario Base**  
(Expresados en millones de € -Salvo Precio Objetivo-)

<b>Escenario Base</b>	
Valor de la Firma	27.277
-Deuda Financiera	12.975
-Intereses Minoritarios	2.099
+Caja y Equivalentes	3.754
Valor del Equity	15.957
Cantidad de Acciones	747
Precio Objetivo de la Acción	€ 20,60

Al 31 de diciembre de 2017, el precio de la acción se sitúa en €17,5. Por ende, bajo el escenario base de esta metodología de valuación, el precio objetivo es superior en un 17,7%.

➤ *Escenario Optimista*

En este escenario los objetivos propuestos por la compañía para el año 2018 y consiguientes son superados:

- **Crecimiento en Ventas.** Francia se recupera en un plazo más corto al proyectado en el escenario base. La potencialidad de los bruscos cambios da su fruto y cambian la perspectiva negativa de estos años, salvo 2015. Las fuertes inversiones de Carrefour, como el lanzamiento de Carrefour.fr y diversas alianzas estratégicas para acelerar la digitalización de Carrefour, aumentarán los bajos márgenes de los últimos años. Con una inversión de €2,8 mil millones en cinco años (seis veces más que las inversiones de 2017), el Grupo logra aumentar su escasa participación en el mercado de comercio en línea (entre 2011 y 2016 fue la empresa que menor volumen de ventas generó entre sus competidores de Francia). El objetivo de lograr

€5.000 millones en ventas de alimentos para el año 2022 se termina cumpliendo antes de lo previsto. El desarrollo de los productos etiquetados de Carrefour contribuye definitivamente al atractivo de los precios de la oferta de productos de Carrefour. La apertura de 170 nuevas unidades del formato mayorista, las dos líneas que mejor funcionan hoy por hoy, incrementan las ventas en un mayor porcentaje, llegando a ser de un 1,1% a partir del 2020. Un crecimiento en las ventas del 15% en el año 2018.

Tal como se mencionó en el Escenario Base, se pronostica una CAGR de solo 1% hasta 2021 aunque bien podría aumentar si las economías presentan algunas mejoras de perspectivas y se impone el dinamismo de Turquía. Las inversiones en comercio electrónico bajo el plan "CARREFOUR 2022" bien pueden ser un factor importante para plantear una mejora en las ventas. Igualmente, mantenemos las perspectivas bajas en este segmento geográfico.

En Latam, la aceleración del desarrollo del formato mayorista rinde sus frutos con la apertura de 20 nuevas tiendas Atacadão en Brasil y la conversión de 16 hipermercados al formato Maxi en Argentina. A su vez, la consolidación de los gobiernos pro mercado en toda la región dan inicio a períodos de crecimiento económico sostenido. Tanto la baja de la inflación, la mejora del tipo de cambio, y principalmente el crecimiento del PBI per cápita dan origen a un aumento del consumo que se traslada a las ventas del sector minorista.

China sigue siendo un mercado problemático para la compañía, aunque parece prometedoramente bien establecido para el largo plazo. Tal es así, que su inversión sustancial en tiendas físicas da sus frutos y finalmente logra una expansión en las ciudades de segundo y tercer nivel que hasta 2017 no se había cumplido. La adquisición de una participación en Carrefour China por parte de Tencent, líder mundial en tecnología, y Yonghui, un minorista especializado en alimentos frescos y formatos pequeños en China, allana el camino para consolidar sus ventas. Finalmente, consigue ampliar su huella global y consigue generar un 10% del crecimiento del valor global absoluto hasta 2021, así como un gran número de mercados de abarrotes modernos de tamaño pequeño a mediano (menos de USD50 mil millones en 2016).

A su vez, este conocimiento le da impulso a su propio sitio web que tantos conflictos le trajo los primeros años, donde se invirtió en el en lugar de sitios de terceros como Alibaba parece estar obstaculizando el crecimiento.

- **Gastos Comerciales, Administrativos y Generales.** Se concreta el plan de reducción de costos, ayudado por el retiro de los mercados donde tenía una participación insignificante y una concentración mayor en mercados de crecimiento clave. Esta estricta disciplina de control de costos y asignación de recursos trae sus beneficios en el mediano/largo plazo, logrando proporcionar margen de maniobra para invertir notablemente en la competitividad comercial, una prioridad para el Grupo. El desarrollo de los productos etiquetados de Carrefour contribuirá al atractivo de los precios de la oferta de productos de Carrefour. Se alcanza el objetivo de ahorro de costos de €2 mil millones en 2020.

Para poder estimar el precio objetivo de la acción en este nuevo escenario planteado, se realizó un nuevo cálculo del flujo de fondos libres de la firma. El resultado fue el siguiente:

**Cuadro XXI: Valuación FFD en Escenario Optimista  
(Expresados en millones de € -Salvo Precio Objetivo-)**

<b>Escenario Optimista</b>	
Valor de la Firma	27.982
-Deuda Financiera Neta	12.975
-Intereses Minoritarios	2.099
+Caja y Equivalentes	3.754
<b>Valor del Equity</b>	<b>16.662</b>
Cantidad de Acciones	747
<b>Precio Objetivo de la Acción</b>	<b>€ 21,51</b>

Al 31 de diciembre de 2017, el precio de la acción se sitúa en €17,5. Por ende, bajo el escenario base de esta metodología de valuación, el precio objetivo lo supera en un 22,9%.

➤ *Escenario Pesimista*

En este escenario los objetivos propuestos por la compañía para el año 2018 y consiguientes no son alcanzados de la forma esperada:



- **Crecimiento en Ventas.** La saturación y la alta competitividad del mercado francés, continúa generando pérdidas en dicho segmento. Si bien se proyectó la apertura de 170 locales, esto no se logra concretar con tanta claridad. Los nuevos locales de Monoprix y Franprix por parte de Casino consiguen tener fuerte presencia en el mercado. Por otro lado, la guerra de precios entre los distintos participantes del mercado francés se profundiza, y nos encontramos frente a una industria en decadencia. En cuanto al comercio en línea, la alianza de Casino con Ocado resulta tan productiva que los esfuerzos por ganar participación de mercado no rinden tantos frutos. Grandes competidores, como Amazon y su reciente compra de Whole Foods, no dan lugar a un aumento de la participación de mercado grande.

Más aún, las fuertes inversiones de Carrefour, como el lanzamiento de Carrefour.fr y diversas alianzas estratégicas para acelerar la digitalización de Carrefour, no generan los resultados esperados, aunque sirven para mejorar su presencia en el mercado en línea. El objetivo de alcanzar €5.000 millones en ventas de alimentos para el año 2022 no se cumple. El Grupo, que durante 2011 y 2016 tuvo una escasa participación en el mercado de comercio en línea, invertirá €2,8 mil millones en cinco años; seis veces más que las inversiones actuales, con el objetivo de lograr. Europa Occidental consigue una TCCP menor al 1% hasta 2021, inferior al pronóstico del escenario base. Mantenemos las expectativas bajas sobre este segmento geográfico porque las economías no muestran posibles cambios trascendentes de cara al futuro que reactiven sus economías.

En cuanto a Latam, este segmento no crece como lo esperado en el escenario base. La consolidación de los gobiernos pro mercado fracasa y asumen nuevamente gobiernos populistas. Con ello, la situación económica de estos países se agrava, entran en períodos de recesión profunda, disminuye el consumo y pierden predictibilidad de cara al futuro.

China se mantiene como un mercado problemático para la compañía, a pesar de estar prometedoramente bien establecido para el largo plazo. Su inversión sustancial en tiendas físicas no da sus frutos y nunca logra una profunda expansión en las ciudades de segundo y tercer nivel que hasta 2017 tampoco había cumplido. La

adquisición de una participación en Carrefour China por parte de Tencent, líder mundial en tecnología, y Yonghui, un minorista especializado en alimentos frescos y formatos pequeños en China, allanan el camino para consolidar sus ventas. A pesar de ello, nunca consigue generar un 10% del crecimiento del valor global absoluto hasta 2021.

A su vez, su propio sitio web no termina de obtener divulgación ni aumentar su tráfico, ya que los demás competidores recurren efectivamente a sitios de terceros como Alibaba.

Aun así, las transformaciones realizadas por el Plan Carrefour establecen una base sólida para que la empresa mejore su situación actual.

- **Gastos Comerciales, Administrativos y Generales.** La empresa no logra reducir los gastos generales tal como lo preveía. La fuerte competencia demanda una mayor inversión en gastos comerciales.

Dadas las variables mencionadas previamente, se procedió al cálculo de los flujos de fondos libres de la firma, para luego poder estimar el precio objetivo de la acción. El resultado fue el siguiente:

**Cuadro XXII: Valuación FFD en Escenario Pesimista**  
(Expresados en millones de € -Salvo Precio Objetivo-)

<b>Escenario Pesimista</b>	
Valor de la Firma	26.253
-Deuda Financiera Neta	12.975
-Intereses Minoritarios	2.099
+Caja y Equivalentes	3.754
Valor del Equity	14.933
Cantidad de Acciones	747
Precio Objetivo de la Acción	€ 19,28

Al 31 de diciembre de 2017, el precio de la acción se sitúa en €17,5. Por ende, bajo el escenario base de esta metodología de valuación, el precio objetivo queda por debajo en un 10,1%.

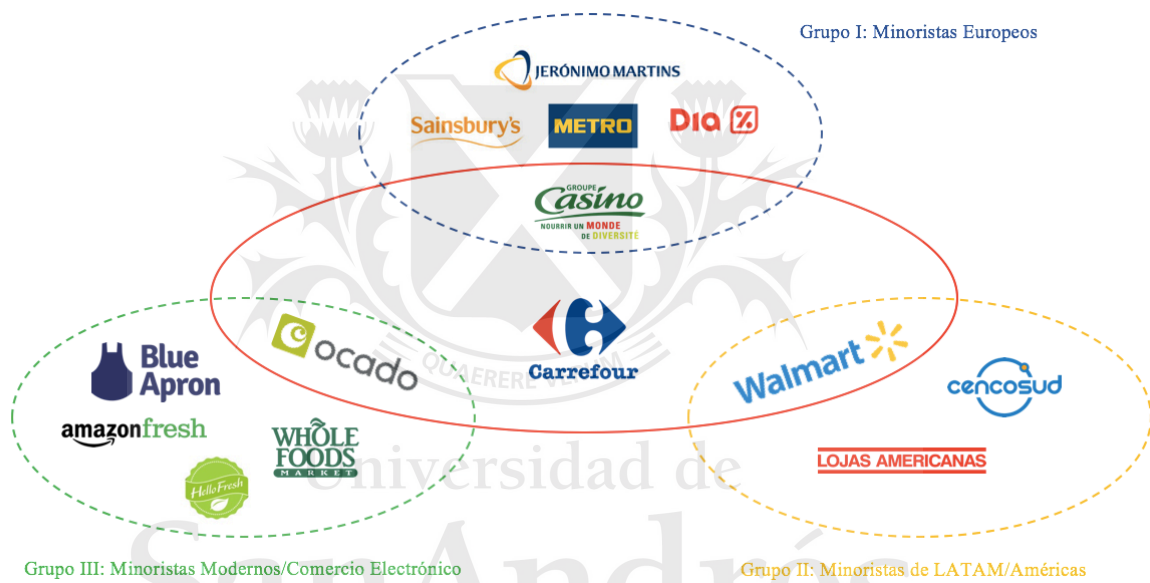
## Capítulo II: Método de Múltiplos Comparables

### a. Competidores Principales

El siguiente diagrama a continuación muestra los competidores más importantes de Carrefour y que cuentan con información pública, los cuales se podrían dividir por región geográfica o por tipo de negocio de la siguiente forma:

1. Minoristas Europeos con Exposición en Latam
2. Minoristas de Latam/Américas
3. Minoristas Modernos/Comercio Electrónico

**Diagrama I: Principales Competidores**



Fuente: Elaboración Propia

Por el lado de minoristas con presencia en Europa y exposición en Latinoamérica, **Casino** es quien más se asemeja a Carrefour. No solo porque su base de operaciones es en Francia, sino porque su modelo de negocio y su distribución alrededor del mundo son muy similares. Se destaca por su fuerte presencia en Brasil con el Grupo Pão de Açúcar y en Colombia con el Grupo Éxito. También por contar con un portafolio diversificado a través de estrategia multi-formato y una cartera de marcas privadas fuerte. En este sentido y en torno a los riesgos que la impactan (intensa competencia en el mercado francés y tipo de cambio fluctuante en Latinoamérica), es donde más semejanzas se pueden encontrar con Carrefour.

Dentro de sus debilidades, se puede mencionar la baja en los márgenes de ganancias en los últimos tiempos que ha sufrido en la industria francesa. Comparada a Carrefour, presenta una baja capacidad de generación de ingresos. Esto se ve claramente comparando la cantidad de tiendas y el volumen de ventas que tiene una y otra (Carrefour: 12.300 tiendas y ventas netas por €78.897; Casino: 12.271 tiendas y ventas netas por €37.822).

A nivel oportunidades, la empresa menciona la perspectiva positiva de la industria brasileña y su crecimiento sostenido del E-Commerce al que adhiere su acuerdo estratégico con Amazon y Ocado.

**Sainsbury's** es una de las cadenas minoristas líderes en el Reino Unido con una participación de mercado estimada del 16,5%. La empresa ofrece una amplia gama de alimentos y productos no alimentarios a través de tiendas minoristas multi-formato. Con una red de 1.374 tiendas (incluye 773 tiendas de conveniencia y 601 supermercados), la compañía lleva a cabo alrededor de 24 millones de transacciones de clientes por semana. En 2015, comenzó a operar el formato “clic y recolecta”. Entre sus fortalezas, se destaca su significativa presencia en Reino Unido, uno de los mercados más competitivos de Europa, su estrategia de precios bajos introducida en 2014, en la que constantemente invierte para bajar aún más los precios, y una amplia cartera de productos con etiqueta propia.

Su concentración única en el mercado de Reino Unido también puede ser considerado como una debilidad. Sainsbury's ofrece a sus empleados una amplia gama de beneficios una vez que se jubilaron, que representan una gran carga de dinero que atenta constantemente contra su liquidez.

Entre las oportunidades identificadas, Sainsbury adquirió Home Retail Group, logrando crear un grupo que ofrezca más de 90.000 productos y 2.000 tiendas. Home Retail Group es propietario de Argos, uno de los principales minoristas del Reino Unido que cuenta con 840 tiendas y un sitio web que es el segundo más visitado en el Reino Unido.

Cabe destacar que entre sus amenazas aparece el actual aumento de los costos laborales y el ambiente de comercio difícil y deflación del precio de los alimentos que existe actualmente en el Reino Unido.

**Jerónimo Martins SGPS SA** se dedica a la distribución de alimentos, fabricación y servicios de comercialización. Opera a través de extensos formatos de tienda (supermercados, hipermercados, compra y llévate y farmacias) en Portugal, Polonia y Colombia. Cuenta con más de 3.600 tiendas, lo cual le aporta solidez en sus resultados. Tiene un acuerdo estratégico con Unilever para producir en conjunto diversas marcas reconocidas (Axe, Dove, Knorr, Lipton, Skip, entre otras).

En el último año la empresa reportó ventas por €16.276 millones y un índice de rotación de inventario cercano a 15, muy superior al de sus principales competidores. También ha mostrado un sólido incremento en sus ventas del 11% respecto a 2016, ayudado en un crecimiento “same store sales” en varias de sus tiendas (Biedronka: 8,6%, Pingo Doce: 1% y Recheio: 3,3%). A pesar de esto, la empresa encuentra una debilidad en su alto endeudamiento. En 2017 su deuda a largo plazo aumentó en más de un 14% (pasó de €115 millones en 2016 a € 238 millones). Su bajo ratio de liquidez en comparación con sus competidores también representa una desventaja para Jerónimo Martins.

Continuando con su plan de expansión, proyecta la apertura de casi 100 nuevas tiendas Biedronka en Polonia e invertir en el segmento de frutas y verduras. En 2017, más de 300 tiendas nuevas comenzaron a operar. El grupo también considera a las adquisiciones como una oportunidad de expansión de su negocio y presencia geográfica. En marzo de 2017, firmó un acuerdo para adquirir el 51% de la participación en Hüssel Iberia-Chocolates E Confeitaria, S.A., un operador de chocolate y tiendas de confitería. Entre las amenazas de sus planes a futuro, se destacan el aumento del crimen organizado (según la National Retail Federation, considerada la asociación de comercio minorista más grande del mundo, el 95% de los minoristas reportaron actos de delincuencia en 2017) y los crecientes costos laborales que existen en la mayoría de los países europeos. Sin duda, su mayor amenaza son sus principales competidores Carrefour SA y Metro AG, con quienes compite en varios aspectos dado que sus modelos de negocio son muy similares.

**Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (DIA)** es un minorista internacional de alimentos, que comercializa sus productos principalmente a través de una red de supermercados mayoristas. En 2017, la compañía registró un total de 7.388 tiendas, los cuales 3.603 son propiedad de la empresa y 3.785 operan bajo franquicia. Los tamaños de las mismas varían desde 160 a 1.000 metros cuadrados. Se estima que su espacio de venta es superior a 850 mil

metros cuadrados distribuidos en España, Portugal, Brasil, Argentina y Paraguay. La compañía también es propietaria de una red de 37 depósitos, mayormente posicionados en España, país donde se encuentra su base central de operaciones.

En el último año fiscal, la compañía reportó ventas superiores a €8.620 millones. El grupo basa su éxito en la extensa red de tiendas mencionada y en un constante foco por mejorar su rotación de inventario. Entre sus debilidades, se destaca su concentración en pocos mercados. Más de la mitad de sus operaciones son en España y otro gran porcentaje en una volátil región como Sudamérica. Su baja liquidez también es un atenuante, más aún cuando esta disminuyó el último año y se encuentra por debajo de sus principales competidores.

Entre las oportunidades de Día, se espera una economía española pujante que genere empleo y con ello un aumento del consumo. El aprovechamiento de la creciente demanda de sus marcas propias también representa una gran oportunidad para aumentar las ventas y mejorar márgenes. Por otro lado, los acuerdos comerciales permiten a la compañía ofrecer productos alimenticios de alta calidad a través de sus tiendas y de plataformas digitales de sus socios. Como se mencionó anteriormente, la exposición tan grande en Latinoamérica genera que el riesgo de tipo de cambio sea alto.

**METRO AG** es una empresa mayorista y minorista que ofrece alimentos y productos no alimentarios. Su casa matriz está ubicada en Dusseldorf, Alemania y cuenta presencia en Asia y Europa. Desde 1998, es propietaria de las tiendas Makro ubicadas en la región europea. En su último ejercicio cerrado en septiembre de 2017, registró ventas por EUR 37.140 millones. El segmento mayorista acreditó más del 80% de esta facturación y registró aproximadamente 760 tiendas. En tanto, Metro registró 282 tiendas minoristas, todas ellas hipermercados, que acapararon EUR 7.247 millones. También ofrece servicios en otras áreas como bienes raíces, logística, tecnología de la información, publicidad y adquisiciones. Pero esta área aún no es representativa y solo representa el 0,1% de la facturación total.

Geográficamente, la empresa se organiza en cuatro segmentos: Alemania, Asia, Europa Occidental y Europa Este. En términos de facturación estas representan el 32%, 28,4%, 27,6% y el 12%. Sus filiales de distribución de comida más prestigiosas son Classic Fine Foods, Pro a Pro y Rungis Express. Classic Fine Foods Group (CFF) es una especialista en entrega de comida de alta calidad en Asia. Pro a Pro brinda servicios en Francia y Rungis Express en Alemania.

Entre sus fortalezas, cuenta con una gran estructura de tiendas que se destaca por su flexibilidad e innovación. Su región más eficiente es la de Alemania, ya que es la que menos tiendas registra (total: 104) y, como se mencionó anteriormente, la que más ingresos genera. La reciente adquisición de la empresa Pro a Pro es un activo muy importante que le ha dado grandes resultados en este último ejercicio y promete continuar fortaleciendo la estructura de Metro AG.

Adicionalmente, METRO opera cinco compañías de servicios clave para reducir sus costos operativos: METRO Properties, METRO Systems, METRO Logistics, METRO Advertising and METRO Sourcing. Sin dudas, es una gran ventaja que tiene respecto a otras empresas que le permite abolir una posible dependencia con terceros. Su mayor debilidad radica en su gran deuda neta. En el último ejercicio registró un valor de EUR 3.142 millones, lo cual podría afectarla a futuro en posibles planes de expansión o en términos operativos.

A nivel oportunidades, el creciente comercio electrónico en Europa será sin dudas una apuesta. METRO AG tiene una sólida estructura con la que ofrece la mayoría de sus productos. Por otro lado, la empresa ha iniciado un proceso de expansión realizando adquisiciones estratégicas. La mencionada adquisición de Pro a Pro es un claro ejemplo que fortalece la capacidad distributiva de la empresa en Francia. También cabe destacar a China como un mercado atractivo, ya que crece constantemente y en el METRO AG cuenta con muchas tiendas e inauguró 5 más en 2017.

Entre las amenazas, como ya se ha destacado previamente, figuran la alta competencia que hay en todo el mundo y los crecientes costos laborales que se vienen registrando últimamente en Europa. Por otro lado, las proyecciones de la caída en la población en Alemania representan una debilidad para la compañía.

Entre los minoristas de América, se destacan grandes jugadores como Walmart Inc, el gigante chileno Cencosud y el grupo brasilero Lojas Americanas.

Respecto a **Walmart**, cabe destacar que es uno de los minoristas líderes a nivel mundial. Ofrece todo tipo de productos a través de diferentes plataformas digitales y en todos los formatos de tiendas conocidos. En su último ejercicio fiscal, reportó aproximadamente 11.700 tiendas (de las cuales 6.720 son de su propiedad) y una facturación superior a los €500 mil millones, lo

cual demuestra su enorme dimensión. El tamaño de las mismas puede ir de los 220 hasta los 17.300 metros cuadrados.

La compañía clasifica sus operaciones en tres segmentos: Walmart US, Walmart International y Sam's Club. En 2017, estos representaron el 64%, 24% y 12% de los ingresos de la compañía, respectivamente. Walmart opera en casi 30 países y se estima que recibe más de 250 millones de clientes por semana.

Realizando un análisis de su competitividad, se destaca sus plataformas multicanales de venta y un índice de rotación superior a 8. Justamente, estas son dos características que se vienen mencionando en la mayoría de las empresas analizadas previamente. Walmart se destaca por sobre el resto en que cuenta con varias plataformas digitales, entre las que destacan samsclub.com, walmart.com, jet.com, hayneedle.com, shoes.com, moosejaw.com, modcloth.com y bonobos.com. Otro aspecto a resaltar de la empresa es que ofrece una amplia variedad de productos y a precios más competitivos que sus competidores. Para lograr este liderazgo, implementó varios programas que generan confianza y fidelidad en sus clientes. Entre ellos, se destaca la devolución de dinero que se puede solicitar en caso de que no sentirse satisfecho con el producto adquirido.

Respecto a las debilidades, debe mencionarse la baja en los márgenes que está sufriendo la compañía. Mayormente, esto es producto de un aumento en costos operativos generado por el cierre y discontinuación de algunas propiedades y la generación de varios costos por conflictos legales. La empresa presenta cargos en varios países y estima que estos mismos podrían demandar varios años, lo cual impactaría negativamente en su imagen.

El mercado minorista en línea en los Estados Unidos es el más grande del mundo y es la plataforma de venta que mayor crecimiento está mostrando en los últimos años. Walmart ya comenzó a centrarse en fortalecer su negocio de comercio electrónico con el objetivo de convertirse en una plataforma minorista equilibrada. También comenzó a usar las tiendas físicas como punto de contacto con sus clientes, buscando una relación más cercana. Su presencia online incluye su sitio web propio y distintas plataformas móviles, que están acompañadas con algunos acuerdos comerciales con terceros. Por otro lado, en el último año ha realizado adquisiciones estratégicas de minoristas de ropa líderes de Estados Unidos como Bonobo, ModCloth, Moosejaw, entre otras. Para los próximos años mantiene planes de continuar con



esta estrategia. Otra oportunidad que tiene Walmart es la de remodelar sus tiendas, en lugar de buscar nuevas aperturas, en pos de poder mejorar la experiencia de compra de sus clientes.

Entre las amenazas más importantes que afronta la empresa, se destacan, como en muchas otras organizaciones mundiales, la amenaza del tipo de cambio, la intensa competencia que existe en la industria minorista donde muchos grupos están realizando adquisiciones estratégicas, abriendo nuevas tiendas, invirtiendo en plataformas digitales o generando acuerdos comerciales. También cabe mencionar el posible aumento de costos laborales que se proyectan en Estados Unidos.

**Cencosud S.A.** es una empresa minorista que opera supermercados, hipermercados, centros de hogares y grandes almacenes. Comercializa sus productos bajo varias marcas incluyendo Blaisten, Disco, Easy, Johnson, Jumbo, Vea, entre otras. La compañía también ofrece servicios financieros y programas de fidelización a sus clientes. Cuenta con presencia en Argentina, Brasil, Chile (donde tiene su casa matriz), Colombia y Perú. La compañía reportó ingresos superiores a USD 16 mil millones para el año fiscal terminado en Diciembre 2017.

Clasifica sus operaciones comerciales en cinco unidades de negocio: Supermercados, Hogar, Grandes Almacenes, Centros Comerciales y Servicios Financieros. Cuenta con más de 130 mil empleados. Entre sus fortalezas, cabe destacar su red de más de 1.000 tiendas multi-formato y gran oferta de sitios web con la que cuenta. Se destacan los sitios [www.jumbo.cl](http://www.jumbo.cl), [www.easy.cl](http://www.easy.cl), [www.easy.com.co](http://www.easy.com.co), [www.wong.com.pe](http://www.wong.com.pe) y los servicios que brinda. Entre ellos, ofrece el servicio “clic y recolecta”, distintas facilidades de pago en línea y un servicio de conversación en línea donde los clientes pueden conocer información adicional sobre los productos. También se destaca por tener presencia en los países más importantes de Latinoamérica. Sin embargo, el hecho de estar solo en este continente le agrega un riesgo mayor que si tuviera presencia en economías más estables y menos expuestas al tipo de cambio. Su buena salud financiera le permite a Cencosud evaluar nuevas propuestas de expansión. Otra debilidad de la compañía es que aún no ha logrado superar a su máximo competidor Walmart, Inc, lo cual demuestra que operativamente es menos eficiente.

Entre las oportunidades que aparecen en el horizonte de Cencosud, figuran las buenas perspectivas que existen a largo en el comercio electrónico de la región, específicamente en Chile. Sin dudas, es el segmento que mejores proyecciones tiene a futuro, ya que los hábitos de

consumo están cambiando año a año en Latinoamérica. La oferta de productos de etiqueta propia también le ofrece a la empresa una enorme oportunidad para mejorar sus márgenes.

Como se mencionó anteriormente, los países latinoamericanos están constantemente expuestos al riesgo de tipo de cambio. Más allá de que sus ventas son en moneda local de cada país, la empresa se endeudó mayormente en dólares. Como en la mayoría de los países, el mercado minorista es muy competitivo. Entre sus competidores más grandes figuran Carrefour SA, Walmart y Grupo Casino. Por otro lado, el costo laboral de Chile debería ser tenido en cuenta, considerando la enorme cantidad de empleados que tiene Cencosud. El compromiso del nuevo gobierno por aumentar el salario mínimo probablemente sea su mayor amenaza.

**Lojas Americanas S.A.** opera una cartera de tiendas minoristas con canales múltiples que ofrecen un servicio integral. La compañía opera tiendas bajo las marcas Americanas Express y Lojas Americas. También proporciona, en menor medida, otro tipo de servicios: seguros móviles, servicios de instalación, seguros, tarjetas de crédito, tarjeta prepaga y servicios de viaje. La empresa opera B2W Digital, una empresa de comercio electrónico que conecta personas, negocios, productos y servicios en una plataforma digital. Esta opera a través de varios sitios de comercio electrónico: Americanas.com, Submarino, Shoptime, Submarino Finance y SouBarato. Sus oficinas centrales están ubicadas en Saúde, Brasil y cuenta con 1.306 tiendas, que tienen un tamaño que va desde los 400 a 1.080 metros cuadrados. Por ende, solo tienen dos formatos: express y supermercados. Lojas Americanas S.A. tiene cuatro centros de distribución. Durante el último ejercicio, registró ventas superiores a USD 5.300 millones y aproximadamente 8.500 empleados.

Se destaca por su buena liquidez, superior a sus máximos competidores Carrefour SA y Compañía Brasileira de Distribución. Este indicador mejoró en el último año con el aumento de sus activos corrientes, y podría permitirle tomar nuevos desafíos. Su gran red operativa, con una base sólida de tiendas y centros de distribución, y su formato multicanal también una ventaja para lograr captar cada día más clientes.

Entre sus debilidades, se destaca su bajo índice de rotación en comparación con sus competidores y su alta dependencia de la economía de Brasil, al no contar con presencia en otros países.

Como oportunidad, la empresa continúa el plan de expansión de su marca todos los años. En el último ejercicio, inauguró casi 200 tiendas y registró presencia en más de 500 ciudades. También existen buenos pronósticos para que el mercado minorista brasilero crezca en los próximos años. Mejor aún son las proyecciones del comercio electrónico de Brasil, que en 2022 podría duplicar su volumen.

La poca estabilidad política ha traído cambios regulatorios constantes en los últimos años que aumentaron los costos de la empresa. Las operaciones de la compañía están sujetas a los diversos riesgos asociados con sus proveedores. El éxito de la compañía depende principalmente de los bajos precios y la disponibilidad del producto, lo que es interdependiente de la capacidad del proveedor para entregar bienes a costos mínimos. Por otro lado, Lojas Americanas S.A. se enfrenta a una intensa competencia con grupos multinacionales consolidados como Carrefour SA, Grupo Casino y Walmart. Esto obliga a la compañía a aumentar su gasto en publicidad y a establecer una política de precios más específica para mantener su posición competitiva.

Para terminar de analizar Carrefour en profundidad, es importante compararla con distintos minoristas modernos que se destacan en el mercado electrónico.

**Ocado Group Plc** es un minorista de comestibles en línea que ofrece soluciones operativas para otros minoristas a través de sus aplicaciones móviles. La compañía vende marcas propias y marcas de sus socios comerciales. La compañía también se dedica al desarrollo y la monetización de la propiedad intelectual y al desarrollo de tecnología utilizada para la venta en línea. A su vez, ofrece servicios de logística y distribución. La compañía opera en Inglaterra, Gales, Irlanda y Malta. Su casa matriz está ubicada en Hatfield, Inglaterra. En el año 2017, la compañía reportó ingresos por £1.464 millones.

La compañía clasifica sus operaciones en dos segmentos: minoristas y soluciones. El segmento minorista ofrece productos alimenticios y no alimenticios. Opera a través de las tiendas en línea Ocado.com, Fetch, Fabled y Sizzle. Además, la compañía ofrece operaciones mayoristas para Morrisons y Dobbies. El 92% de los ingresos totales de la compañía fueron generados a través de este.

Ocado Smart Platform es la denominación que lleva el segmento de soluciones. Ofrece soluciones en línea para clientes corporativos que se ubican dentro y fuera de Gran Bretaña. En el último tiempo, firmo acuerdos estratégicos con firmas internacionales como Grupo Casino en Francia y Sobeys en Canadá.

Entre las fortalezas de la empresa, cabe mencionar la amplia gama de productos y servicios que ofrece. Se estima que son 40.000 productos e incluye más de 650 productos de marca propia. Cuenta con más de 580.000 clientes activos. También un aspecto que la fortalece es el aumento sostenido que está registrando en sus ventas. En el último año registró un aumento de aproximadamente el 15% con respecto al año anterior. Otro detalle no menor es el crecimiento de su liquidez, con el que ha logrado tener mejores indicadores que J Sainsbury plc y Tesco PLC, algunos de sus principales competidores.

Entre sus debilidades, cabe mencionar su escasa diversidad territorial, que la hace muy dependiente de los ciclos económicos de Gran Bretaña. A pesar de ser líder allí, por el momento no ha logrado expandirse como sí lo hicieron sus competidores.

Entre las amenazas que enfrenta Ocado, cabe destacar que su mercado se está volviendo progresivamente más complejo y desafiante. Una mayor competencia podría obligar a la empresa a reducir precios y disminuir sus márgenes. Otro aspecto a resaltar es la constante falsificación de mercancías que abundan en los mercados. Ocado está sujeto a una multiplicidad de regulaciones. La imposición de nuevos impuestos estatales y locales podría reducir la demanda de productos y servicios de la compañía y aumentar sus costos operativos.

**Amazon.com, Inc.** es uno de los minoristas globales en línea más grande del mundo. La compañía comercializa sus productos a través de sitio web [www.amazon.com](http://www.amazon.com), pero también opera a través de varios sitios web internacionales. Su casa matriz está en su sede en Seattle, Estados Unidos, y tiene presencia en América del Norte, Europa y Asia-Pacífico. Amazon opera a través de tres segmentos: Norteamérica, Internacional y Servicios Web. Vende mercadería y contenido comprado para revender de proveedores, así como también aquellos ofrecidos por terceros a través de tiendas físicas y sitios web.

En marzo de 2017, la compañía lanzó la plataforma **AmazonFresh** que opera bajo la forma “clic y recolecta” y ofrece productos comestibles en los Estados Unidos.

Durante su último ejercicio, registró ventas por USD 177.866 millones, un crecimiento de más del 30% respecto al año anterior. Su formato en línea ayuda a rotar su inventario rápidamente. Con ello, logra reducir su costo de administración y ofrecer mercadería a un precio relativamente menor que sus competidores. Además, el modelo operativo de la compañía le permite entregar su inventario rápidamente, generando así efectivo constantemente. Su formato también se basa en una relación cercana con el cliente, aportándole mucha información y generándole satisfacción constante. Su sólida red de canales de distribución también es una gran fortaleza, porque le permite abastecer a un gran número de clientes en tiempo y forma. Cabe destacar que la compañía vende también sus productos a través de tiendas físicas.

Amazon tiene dos debilidades puntuales: recibe constantes demandas por violación de patentes y hoy tiene una liquidez decreciente y menor que sus competidores más cercanos. Esto último podría ser una señal de una débil posición financiera.

Entre sus oportunidades, cabe destacar la creciente demanda en servicios de computación en la nube que ofrece Amazon. Se estima que el mercado global crecerá a una tasa anual de crecimiento compuesta mayor al 20% hacia 2020. Las empresas cada vez lo requieren más porque les permite escalar sus operaciones instantáneamente y manejar las fluctuaciones de demanda. También les permite brindar servicios a través de una mayor variedad de dispositivos y a un costo menor. Otro mercado que lógicamente muestra constante crecimiento es el comercio electrónico minorista. Con el aumento de los métodos interactivos y el contenido ilimitado, está creciendo a un ritmo más rápido. Se espera, por ejemplo, que en Estados Unidos crezca a una tasa anual de crecimiento compuesta alrededor del 8% hacia 2022. Una oportunidad marcada de la compañía está en sus constantes adquisiciones o los acuerdos estratégicos que ha realizado en el último tiempo. Por mencionar algunos, se asoció con Bank of America Merrill Lynch por otorgar préstamos a comerciantes.

Entre las amenazas figura la ya reiterada alta competencia que hay en el comercio electrónico. Entre ellos, figuran Costco Wholesale Corporation, eBay, Google, IBM, Target, Wal-Mart. Sus principales factores competitivos incluyen la selección, el precio y conveniencia, siendo vital ofrecer un cumplimiento rápido y confiable. La política de intervención del gobierno de los Estados Unidos podría afectar las perspectivas futuras de la empresa. Cabe destacar también que su presencia en una gran cantidad de países la expone a una infinidad de leyes. Por último,

los cambios de temporada pueden significar una amenaza en caso de no estar preparada. Para reducir este riesgo, por ejemplo, la empresa almacena productos populares en cantidades suficientes para satisfacer la demanda del cliente. Aunque igualmente una estrategia errónea de este tipo podría afectar el crecimiento financiero y futuro de la empresa.

**Blue Apron Holdings, Inc.** ofrece ingredientes y recetas de comidas originales en los Estados Unidos. Desde 2011, la empresa vende productos únicamente a través de su tienda online. Su sede principal está ubicada en Nueva York. Dentro de las fortalezas de la compañía, se destaca el aumento de las ventas en el último año a una tasa del 11%. Reportó ventas por USD 881,2 millones. También se destaca por la integración que ha logrado con sus proveedores, mayormente productores primarios, con los cuales ha establecido una relación de confianza. Sin dudas, este es un activo vital para que la empresa pueda realizar proyecciones de largo plazo y pueda entregar productos de calidad. Con sus clientes, también genera integración utilizando técnicas de pronóstico de datos para anticipar la demanda y crear nuevas recetas con éxito. El circuito de operaciones integra efectivamente la oferta y demanda, y logra promover constantemente la innovación. Por su parte, su índice de rotación de inventario (índice cercano a 15) ha aumentado con respecto a años anteriores y es largamente mayor que su competidor más inmediato Medifast Inc (índice cercano a 4).

Su debilidad mayor radica en la baja rentabilidad que registró el último año. Esto fue consecuencia del aumento en gastos operativos, una mayor inversión en iniciativas de negocios y expansión de productos, y un aumento del pago de intereses por préstamos. En 2016, registró una pérdida neta de USD 55 millones, y en 2017 un valor negativo de USD 210 millones. Sin dudas, la empresa aún está en proceso de maduración y eso puede considerarse como una debilidad.

Entre sus oportunidades, el mercado de carne en Estados Unidos parece ser una gran opción. Para los próximos años, se espera una tasa de crecimiento constante tanto del mercado como del consumo de su consumo. Blue Apron planea expandir su negocio de manera sostenible a través de crecimiento inorgánico. En 2017, la compañía adquirió BN Ranch, uno de los proveedores líderes de productos sostenibles y criados responsablemente. La adquisición amplía su cartera de carne, mejora la calidad de su oferta y le permite abastecer a diversos minoristas, instituciones y restaurantes. A su vez, colabora con su objetivo prioritario de

convertirse en un proveedor líder de ingredientes de comidas en el país y llegar a mercados emergentes.

Por otro lado, Blue Apron encuentra amenazas en el aumento de costos laborales en Estados Unidos, que se espera crezca durante los próximos años en varios estados. La compañía registró aproximadamente 3.930 empleados en su último año fiscal, lo cual este posible aumento podría agravar aún más el aumento de costos operativos. Otra amenaza radica en los cambios de las constantes de las preferencias de los consumidores. Cada vez se imponen nuevas tendencias alimentarias y un aumento en la preferencia por los ingredientes orgánicos, lo que podría afectar a la empresa en caso que no se adapte a tiempo. La posibilidad de que sus proveedores sufran alguna epidemia también es un desafío que podría afectar los planes a largo plazo de la compañía.

**HelloFresh** es un proveedor de comida y recetas a hogares de origen alemán líder a nivel mundial. Fue fundado en 2011, con el objetivo de ofrecer comida sana y fresca a sus clientes, sin que estos tengan que pensar la receta ni tampoco tengan que comprar los ingredientes. Actualmente brinda servicio en más de 10 países (Europa, Norteamérica y Oceanía). Se estima que tiene prácticamente 1,5 millón de clientes y que en el último año registró casi 19 millones de órdenes, más de un 50% de aumento con respecto al ejercicio anterior. En su último ejercicio cerrado en 2017 facturó EUR 545,2 millones, un 90% más que el año anterior.

Entre sus fortalezas, HelloFresh ofrece un servicio destacado que pocas empresas pueden ofrecer hoy en día. Por ello, muestra una enorme capacidad para captar clientes cada año. También tiene una buena capacidad de colocación de deuda y captación de fondos privados. Esto quedó demostrado en 2017 con la captación de EUR 85 millones de capital privado, un préstamo sindicado por EUR 60 millones y una exitosa oferta pública inicial de EUR 285,5 millones. Claramente, esto es un fiel reflejo de la confianza que transmite la empresa en el mercado y le permite desarrollar su plan de expansión.

Su mayor debilidad radica en su corto historial. Seguramente, para lograr mayor confianza del público y de las entidades financieras, requerirá de mayor tiempo de vida. El funcionamiento de HelloFresh tiene una alta dependencia en la tecnología. En caso de aparecer fallas podrían generarse resultados inadecuados que traerían pérdidas por desechos o una entrega inadecuada a un cliente. En estos casos, la reputación podría verse directamente afectada.

Tiene como objetivo minimizar los desperdicios de comida y lograr una mejora en los tiempos y una automatización mayor de sus procesos. Con todo ello, HelloFresh busca continuar con sus tasas de crecimientos exponenciales. Cabe destacar que la empresa tiene en la mira penetrar en nuevos países, que tengan una infraestructura y un mercado de internet desarrollados.

La empresa enfrenta amenazas de empresas que brindan servicios a través de sus tiendas físicas y que podrían ofrecer también servicio de entrega a domicilio. También existe la incertidumbre de que aparezcan en el mercado competidores con ideas similares y una mayor estructura financiera, logística y de marca. La reputación es un elemento indispensable en el que HelloFresh trabaja día a día para conservar y atraer clientes. Por otro lado, el crecimiento que está llevando a cabo la empresa requiere de una especial atención financiera. La empresa ha recurrido exitosamente a los mercados financieros, pero ello no quita que aparezcan compromisos diarios que requieran de una administración exitosa de los recursos.

**Whole Foods Market, Inc.** es una cadena de supermercados de alimentos naturales y orgánicos. Su casa matriz está en Austin, Texas. Cuenta con presencia en Canadá, Estados Unidos y Reino Unido. Durante su último ejercicio fiscal, la compañía registró 470 tiendas (representan más de 3.600 metros cuadrados), de las cuales casi 450 estaban ubicadas en Estados Unidos. Esto representa poco más del 96% de su facturación, que en 2017 fue cercana a los USD 16 mil millones.

La empresa cuenta con 11 centros de distribución y varias marcas propias, aunque también comercializa productos de otras compañías. Estas son Whole Foods Market, 365 Everyday Value, Allegro Coffee, Engine 2 Plant-Strong, 365 by Whole Foods Market, Whole Paws, Whole Catch. Su política de compras es al por mayor y se basa en la búsqueda de todo tipo de proveedores (local, regional, nacional e internacional).

Whole Foods cuenta con grandes fortalezas y ha gozado por muchos años de ser casi única en su segmento. Actualmente, se destaca por su variada oferta de productos lo cual le permite mantener una variada cartera de clientes. Se destaca también por su alta liquidez, superior a la de varios de sus competidores. Durante el último ejercicio cerrado, registró USD 322 millones en caja y equivalentes de caja. La empresa mantiene un alto foco en expandirse, principalmente a través de la apertura de nuevas tiendas. Pero su estrategia también se basa en fomentar la



mejora de las ventas comparables en locales propios y la adquisición de tiendas. Sin dudas, esto le ha permitido crecer a una tasa muy alta.

Su escasa presencia internacional es la principal debilidad que tiene y, por otro lado, la vuelve muy dependiente de la economía de Estados Unidos y limita sus posibilidades de seguir creciendo. Whole Foods Market alquila muchos inmuebles, con lo cual anualmente tiene que asumir varios contratos. En el último año, estos han crecido en una tasa cercana al 7% anual, lo cual necesariamente genera que la empresa deba aumentar sus ingresos para evitar que disminuyan sus ganancias.

Como oportunidades, cabe mencionar que Amazon ha recientemente adquirido la firma, lo cual genera un sinfín de expectativas que podrían trasladarse a captación de clientes, apertura de nuevos mercados, baja de costos y fortalecimiento de la plataforma de venta en línea. Por otro lado, cabe destacar el gran mercado de productos de etiqueta privada que tiene Estados Unidos y que año a año crece a tasas de doble dígito. Se espera que esta tendencia se mantenga y que el porcentaje que representen en el total de las ventas de la compañía superen el 20%.

Whole Foods Market tiene una innumerable cantidad de competidores que amenaza su presencia en el mercado y podría afectar sus márgenes de ganancia. Sus tiendas y productos están sujetas a varias leyes y reglamentos respecto a normas de salud y saneamiento. En Estados Unidos existen varias agencias que imponen un severo control a los productos y exigen altos estándares de producción. La posibilidad de recibir sanciones es constante, con lo cual la inversión para cumplir podría ir aumentando. Tal cual se mencionó anteriormente con Blue Apron, el posible aumento de costos laborales en Estados Unidos durante los próximos años podría ser remarcado como una amenaza.

#### **b. Múltiplos Seleccionados**

A continuación, se puede observar un cuadro con los datos financieros y múltiplos más relevantes de cada competidor mencionado previamente.

#### **Cuadro XXIII: Múltiplos Relevantes**

Compañía	Capitalización de Mercado (Millones)	Valor de la Firma (Millones de USD)	EV/Ventas	EV/EBITDA
<b>Grupo I: Europa</b>				
Casino	€ 5,185		0.39x	7.68x
DIA	€ 2,449	3,735	0.35x	5.38x
Jeronimo Martins	€ 9,731	11,601	0.53x	9.32x
J Sainsbury PLC	£ 5,190	8,132	0.21x	4.17x
Tesco PLC	£ 20,195	35,083	0.43x	8.50x
<b>Grupo II: Latam</b>				
Cencosud	CLP 5,125,120	13,097	0.73x	10.24x
Lojas Americanas	BRL 2,655.00	10,482	1.30x	9.60x
Metro AG	€ 5,808	10,368	0.23x	4.79x
Walmart Inc	USD 284,624	303,907	0.59x	9.26x
<b>Grupo III: Comercio En Línea/Modernos</b>				
Amazon	USD 566,149	781,200	4.39x	51.94x
Blue Apron	\$ 782	873	1.10x	-
Hello Fresh	€ 1,904	1,520	2.50x	-
Media			0.58x	9.33x
Mediana			0.59x	9.26x

Fuente: Reuters

Si bien en el Diagrama I consideramos a Ocado como el competidor más importante dentro del segmento de comercio en línea, para calcular los múltiplos no lo utilizamos ya que sus valores difieren enormemente de los de Carrefour, y consideramos que podrían distorsionar el análisis. Tampoco se incluye a Amazon en el cálculo porque, dada su poderío a nivel mundial, tiene unos números demasiados altos que podrían distorsionar los cálculos. Por su parte, tampoco figura Whole Foods Market en este porque, desde que la adquirió Amazon, sus números ya no son públicos.

#### ➤ *EV/EBITDA*

Este indicador que compara la relación entre el Valor Empresarial (EV) de una compañía con sus Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización (EBITDA), se usa comúnmente como una métrica de valoración para comparar el valor relativo de diferentes negocios. El valor de la firma se obtiene con producto entre la media/mediana de este múltiplo en la industria minorista y el EBITDA de Carrefour en 2017 (€3.638).

### Cuadro XXIV: Cálculo EV/EBITDA

(Expresados en millones de € -Salvo Precio Objetivo-)

Carrefour	Media	Mediana
Valor de la Firma	€ 30.362	€ 32.302
-Deuda Financiera	€ 12.975	€ 12.975
-Intereses Minoritarios	€ 2.099	€ 2.099
+Caja y Equivalentes	€ 3.754	€ 3.754
Valor del Equity	€ 19.042	€ 20.982
Cantidad de Acciones	756	756
<b>Precio Objetivo</b>	<b>€ 25,19</b>	<b>€ 27,75</b>
Precio Actual	€ 17,50	€ 17,50
Variacion	44,0%	58,6%

Con esta metodología, se obtiene un precio objetivo un 112,6% y 110,5% por encima del precio actual de la acción, utilizando la media y mediana respectivamente. Estos valores son bastante más altos que el precio obtenido a través del método de flujos de fondos descontados.

## Sección V: Gestión de Riesgos

### Capítulo I: Riesgos Principales

#### Factores de Riesgo

En un entorno incierto y en constante cambio, la gestión proactiva de riesgos es una parte esencial del desarrollo sostenible de cualquier negocio. La industria minorista se ve afectada por una serie de amenazas en las que debe trabajar constantemente para mitigar. A continuación, se repasarán los principales factores de riesgo que afectan a Carrefour, los cuales se pueden agrupar en cuatro categorías: entorno empresarial, estrategia y gobierno, operaciones y financiero.

##### a. Entorno empresarial

- **Ambiente político y social:** Las actividades de Carrefour están expuestas a riesgos e incertidumbre en países que atraviesan período de inestabilidad.
- **Entorno económico y volatilidad del mercado:** La situación económica en los países donde opera el grupo puede afectar el nivel y los hábitos de consumo de los clientes.
- **Medio ambiente, presión y cambios regulatorios:** El grupo está sujeto a una amplia gama de leyes y reglamentos en Francia y en el extranjero.
- **Cambios en el sector y el entorno competitivo:** El sector minorista se caracteriza por una fuerte competencia con mercados saturados en Europa y márgenes relativamente bajos. A su vez, el consumidor presenta constantes cambios en sus hábitos de consumo. Esto impulsa a Carrefour a adaptarse constantemente y cambiar su oferta de productos.
- **Desastres naturales y cambio climático:** En un contexto de cambio climático, Carrefour está expuesta a condiciones meteorológicas inciertas que pueden afectar sus operaciones, sus activos y sus empleados.
- **Terrorismo y crimen:** El sector minorista está particularmente expuesto a riesgos criminales y terroristas debido a que su principal activo de venta tiene contacto con el exterior.

##### b. Estrategia y gobierno

- **Definición, ajuste e implementación de la estrategia:** El entorno actual es incierto y complejo. Por ende, cualquier ineficacia de Carrefour puede dañar su reputación y tener un impacto negativo en su rendimiento financiero y operacional.
- **Cumplimiento y prácticas leales:** El incumplimiento de las reglamentaciones y compromisos contractuales, tanto de sus actividades operativas como en las relaciones con sus empleados, puede tener un impacto significativo en el rendimiento y la reputación del grupo.
- **Responsabilidad social empresarial:** el creciente interés de los consumidores sobre el comercio minorista responsable y sostenible y la naturaleza exigen a la empresa a llevar a cabo políticas y acciones de RSE.
- **Ambiente:** existen riesgos ambientales como contaminación del agua, aire y suelo, contaminación acústica o visual que podrían afectar a Carrefour.
- **Litigios:** En el ámbito de sus actividades normales, Carrefour está involucrado en diversos procedimientos legales y administrativos y está sujeto a auditorías administrativas, cuyos resultados son inciertos con impactos potencialmente significativos en su posición financiera o reputación.

### c. Operaciones

- **Relevancia y rendimiento de los modelos económicos y comerciales:** En un entorno altamente competitivo y mercados muy inestables, la relevancia de los modelos económicos y comerciales será mayor. Será clave que Carrefour pueda adaptarse rápidamente a los constantes cambios.
- **Control operacional y financiero del crecimiento y la expansión:** En un entorno altamente competitivo con presión de costos y ubicaciones de alta calidad cada vez más escasas en ciertos países, Carrefour puede tener dificultades para identificar u obtener los mejores sitios.
- **Asociaciones y franquicias:** La evaluación, selección, soporte y supervisión de las franquicias y asociaciones debe ser cuidadosamente realizada, porque pueden afectar su reputación y rendimiento.
- **Control de la cadena de suministro:** El rendimiento de los procesos logísticos y la eficiencia en la cadena de suministro son esenciales para la satisfacción del cliente y para el logro de los objetivos operacionales y financieros.

- **Calidad del producto, cumplimiento y seguridad:** Carrefour debe garantizar la seguridad de sus productos y cumplir con las normas de salud.
- **Seguridad de personas y propiedad:** El cumplimiento de las normas de salud y seguridad y la protección de sus activos son prioridades importantes. Su falta de cumplimiento podría afectar su reputación, su desempeño y hasta generarle consecuencias legales.
- **Gestión de recursos humanos:** La industria minorista se basa en las relaciones humanas y la participación de los empleados. El grupo se enfrenta al reto de atraer, capacitar, motivar y compensar a sus empleados.
- **Continuidad, integridad y confidencialidad de los sistemas de información:** La mayoría de las actividades de Carrefour dependen de sistemas de información tanto internos como externos. La debilidad en estos sistemas podría afectar notablemente sus operaciones.
- **Control y valuación de activos:** Cada país implementa una política de control y valuación de activos diferente.

#### d. Gestión de riesgos financieros

- **Riesgo de liquidez:** Es el riesgo de que Carrefour no pueda liquidar sus pasivos financieros cuando vencen.
- **Riesgo de tipo de interés:** Es el riesgo de un cambio en las tasas de interés que conduce a un aumento en los costos netos de endeudamiento de Carrefour.
- **Riesgo de tipo de cambio:** Es el riesgo que existe de una variación desfavorable en el tipo de cambio ante una transacción comercial realizada en una moneda diferente al Euro. Podría tener un efecto adverso en los flujos de efectivo de la empresa.
- **Riesgo de crédito:** existen dos tipos de riesgo de crédito.
  - 1- Cuentas por cobrar: existe un riesgo de no cobrar por parte de un cliente. En este caso, las pérdidas se reconocen luego de realizar un análisis de la capacidad del deudor para pagar la cantidad adeudada y la antigüedad de la cuenta por cobrar.
  - 2- Inversiones: La estrategia de gestión de tesorería a corto plazo de Carrefour se centra en la adquisición de inversiones líquidas que son fácilmente convertibles y están sujetas a un riesgo insignificante de cambios en el valor.

- **Riesgo de capital:** Corresponde al impacto potencial de los cambios en el precio de la acción de Carrefour.



Universidad de  
**San Andrés**

## **Conclusión Final**

A modo de conclusión de este trabajo se expondrán algunos aspectos propios de Carrefour y otros del mercado donde participa, para entender el análisis efectuado y los posibles futuros resultados.

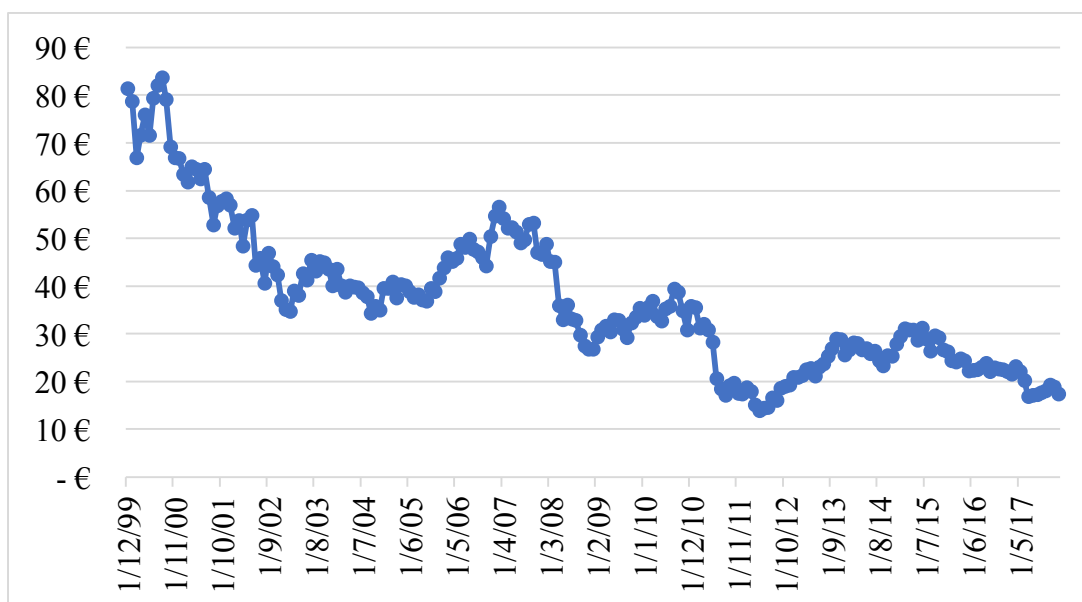
En primer lugar, como hemos mencionado anteriormente, la empresa pertenece a una industria minorista que se caracteriza por su alta competencia, y por su inminente saturación, en especial en el mercado europeo. La guerra de precios entre los distintos participantes se ha vuelto una característica distintiva del sector y ha generado que sea muy difícil mantener o aumentar los márgenes con los años. Por otro lado, el ascendente mercado electrónico está generando una revolución en la industria a la que todos deben adaptarse para no perder presencia.

Para ello, la mayoría de las empresas deben reformular sus estrategias si anhelan mantenerse competitivas en los próximos años. Tal es el caso de Carrefour, que aún siendo líder y referencia a nivel mundial, ha decidido emprender un plan de transformación profunda denominado “CARREFOUR 2022”, con el objetivo de lograr un crecimiento rentable y sostenible. Como hemos mencionado, este engloba reducción de costos, una elección más estratégica de las inversiones, desprendimiento de segmentos que no han generado los resultados esperados, fortalecimiento de los productos Carrefour y un fuerte enfoque en mejorar la presencia en el mercado de comercio electrónico, entre otras cosas. Con este cambio la organización también busca centrarse aún más en el cliente y así reflejar mejor sus necesidades y expectativas.

Cabe destacar la reacción del mercado en relación al precio de las acciones de la empresa. Actualmente, está cotizando en unos de sus valores mínimos históricos desde 2012. De esta manera, podríamos asumir que el mercado ha trasladado la alta competitividad de la industria y las dificultades que encuentra el grupo para mantener su posición de liderazgo y obtener márgenes aceptables.

### **Gráfico IV: Cotización Histórica CA.PA – 1999 a 2017**





Fuente: Elaboración propia con datos de <https://finance.yahoo.com/>

Para obtener mejores conclusiones acerca del rango estimado del valor intrínseco de Carrefour es que se ha llevado a cabo todo este trabajo. Básicamente, la metodología incluye considerar con la mayor profundidad posible los aspectos distintivos de la empresa y de la industria en que se mueve. Con ello, se generó un escenario base con los posibles resultados que debería obtener en el futuro y dos escenarios, optimista y pesimista, que sirvan para que un inversor pueda tomar decisiones con mayor información y fundamentos.

**Cuadro XXV: Comparación valor actual de acción y valor bajo distintos escenarios**

Escenario	Valor de la acción	Recomendación
Cotización actual	€ 17,50	
Base	€ 20,60	Comprar
Optimista	€ 21,51	Comprar
Pesimista	€ 19,28	Comprar

La empresa posee características distintivas que hoy en día la mantienen como líder en la industria, a pesar de no estar atravesando sus mejores años en términos de márgenes y que su cotización esté cerca de sus mínimos. Aún con esto y las dificultades que plantea la industria, consideramos que el mencionado plan que tomará impulso en 2018, y que muestra enormes dimensiones, son un sustento suficiente para sostener que el escenario base y el optimista tendrán mayor factibilidad.

## Anexos

### Anexo I: Tiendas

#### HIPERMERCADOS

##### Francia



##### Asia



# SUPERMERCADOS

## Francia



## Argentina



## Asia



Otros países: Costa de Marfil



TIENDAS MAYORISTAS

Francia



**Brasil**



**Resto de Europa: España**



**Argentina**



Asia



TIENDAS DE CONVENIENCIA

Francia





## Argentina



**Brasil**



**Asia**



**Resto de Europa: Bélgica**





## Anexo II: Proyecciones EERR – Escenario Base

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Estado de Resultados	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Francia	37,173.3	36,873.6	36,779.9	36,816.6	36,927.1	37,056.3	37,193.4	37,360.8
Otros Países Europeos	20,214.1	20,642.9	21,668.1	22,101.4	22,543.4	22,994.3	23,224.3	23,456.5
Latam	14,645.1	14,910.0	16,464.5	17,781.7	19,026.4	19,977.7	20,676.9	21,400.6
Asia	6,824.5	6,347.6	6,062.6	5,880.7	5,769.0	5,722.8	5,808.7	5,982.9
<b>Ventas Totales</b>	<b>78,857.0</b>	<b>78,774.0</b>	<b>80,975.0</b>	<b>82,580.4</b>	<b>84,265.9</b>	<b>85,751.2</b>	<b>86,903.3</b>	<b>88,200.8</b>
Costo de Ventas	60,838.0	60,789.0	62,760.0	63,813.8	65,116.2	66,263.9	67,154.2	68,156.9
<b>Margen Bruto</b>	<b>18,019.0</b>	<b>17,985.0</b>	<b>18,215.0</b>	<b>18,766.7</b>	<b>19,149.7</b>	<b>19,487.2</b>	<b>19,749.0</b>	<b>20,043.9</b>
<i>Margen Bruto %</i>	22.85%	22.83%	22.49%	22.73%	22.73%	22.73%	22.73%	22.73%
Gastos Com. Y Adm.	15,574.0	15,634.0	16,209.0	16,409.7	16,094.8	15,778.2	15,990.2	16,229.0
Otros Gastos Operativos	257.0	372.0	1,310.0	665.0	678.6	690.6	699.8	710.3
<b>EBIT</b>	<b>2,188.0</b>	<b>1,979.0</b>	<b>696.0</b>	<b>1,691.9</b>	<b>2,376.3</b>	<b>3,018.4</b>	<b>3,059.0</b>	<b>3,104.7</b>
<i>Margen Operativo %</i>	2.77%	2.51%	0.86%	2.05%	2.82%	3.52%	3.52%	3.52%
Otros Ingresos y Egresos	168.0	138.0	128.0	150.4	153.4	156.2	158.3	160.6
Intereses Financieros Ganados	33.0	27.0	25.0	36.7	36.3	37.0	37.5	38.1
Intereses Financieros Pagados	380.0	404.0	342.0	194.4	120.0	91.3	51.9	23.8
<b>Ganancia Antes de Impuestos</b>	<b>1,673.0</b>	<b>1,464.0</b>	<b>251.0</b>	<b>1,383.9</b>	<b>2,139.1</b>	<b>2,808.0</b>	<b>2,886.4</b>	<b>2,958.4</b>
IIGG	597.0	494.0	618.0	496.8	767.9	1,008.1	1,036.2	1,062.1
<b>Ganancia Despues de Impuestos</b>	<b>1,076.0</b>	<b>970.0</b>	<b>(367.0)</b>	<b>887.1</b>	<b>1,371.2</b>	<b>1,799.9</b>	<b>1,850.2</b>	<b>1,896.3</b>
Ganancia Neta Atribuida a Intereses Minoritarios	44.0	(36.0)	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4
Operaciones Discontinuas	4.0	(40.0)	1.0	(12.2)	(12.5)	(12.7)	(12.9)	(13.1)
<b>Ganancia Neta Carrefour</b>	<b>1,124.0</b>	<b>894.0</b>	<b>(362.0)</b>	<b>879.0</b>	<b>1,362.9</b>	<b>1,791.5</b>	<b>1,841.7</b>	<b>1,887.7</b>
<i>Margen Neto %</i>	1.43%	1.13%	-0.45%	1.06%	1.62%	2.09%	2.12%	2.14%
<b>Informacion del Accionista</b>								
Basic WASO	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7
Diluted WASO	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7
Basic EPS	1.45	1.15	(0.47)	1.13	1.76	2.31	2.38	2.44
Diluted EPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividendos por Accion	0.50	0.16	0.19	0.24	0.30	0.38	0.47	0.59
Dividendos	390.0	121.0	151.0	188.4	235.2	293.5	366.2	457.0
Depreciaciones	1,437.0	1,457.0	1,632.0	1,571.5	1,634.9	1,683.5	1,721.5	1,752.5
<b>EBITDA</b>	<b>3,625.0</b>	<b>3,436.0</b>	<b>2,328.0</b>	<b>3,263.4</b>	<b>4,011.2</b>	<b>4,702.0</b>	<b>4,780.5</b>	<b>4,857.2</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	4.60%	4.36%	2.87%	3.95%	4.76%	5.48%	5.50%	5.51%

### Anexo III: Estado de Situación Patrimonial – Escenario Base

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Estado de Situación Patrimonial	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
<b>Activos</b>								
Caja y Equivalentes Operativo	3,082.0	3,544.0	3,754.0	3,590.4	3,663.7	3,728.3	3,778.3	3,834.8
Caja Nueva	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuentas a Cobrar	7,512.0	8,208.0	8,012.0	7,918.7	7,387.7	7,517.9	7,618.9	7,732.7
Inventarios	6,362.0	7,039.0	6,690.0	6,643.6	6,600.8	6,717.2	6,807.4	6,909.1
Otros Activos Corrientes	355.0	357.0	360.0	371.1	378.6	385.3	390.5	396.3
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>17,311.0</b>	<b>19,148.0</b>	<b>18,816.0</b>	<b>18,523.7</b>	<b>18,030.8</b>	<b>18,348.6</b>	<b>18,595.2</b>	<b>18,872.8</b>
Propiedades, Plantas y Equipo	12,071.0	13,406.0	13,096.0	13,624.5	14,029.5	14,346.0	14,604.5	14,821.9
Otros Activos No Corrientes	15,713.0	16,291.0	15,901.0	16,583.1	16,921.6	17,219.8	17,451.2	17,711.8
<b>Total Activos</b>	<b>45,095.0</b>	<b>48,845.0</b>	<b>47,813.0</b>	<b>48,731.4</b>	<b>48,981.9</b>	<b>49,914.5</b>	<b>50,650.8</b>	<b>51,406.5</b>
<b>Pasivo &amp; Patrimonio Neto</b>								
Deuda Financiera Corriente	4,294.0	5,270.0	3,886.0	6,493.3	6,907.6	7,163.3	7,106.2	7,073.5
Cuentas a Pagar	13,648.0	15,396.0	15,082.0	14,860.7	14,628.8	14,886.7	15,086.7	15,312.0
Otros Pasivos Corrientes	4,375.0	4,429.0	4,106.0	4,470.7	4,561.9	4,642.3	4,704.7	4,774.9
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>22,317.0</b>	<b>25,095.0</b>	<b>23,074.0</b>	<b>25,824.7</b>	<b>26,098.3</b>	<b>26,692.3</b>	<b>26,897.6</b>	<b>27,160.4</b>
Deuda Financiera No Corriente	8,584.0	8,135.0	9,089.0	6,377.0	5,147.0	3,917.0	2,917.0	1,917.0
Otros Pasivos No Corrientes	3,522.0	3,607.0	3,492.0	3,676.9	3,752.0	3,818.1	3,869.4	3,927.2
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>12,106.0</b>	<b>11,742.0</b>	<b>12,581.0</b>	<b>10,053.9</b>	<b>8,899.0</b>	<b>7,735.1</b>	<b>6,786.4</b>	<b>5,844.2</b>
Equity	9,633.0	10,426.0	10,059.0	10,749.5	11,877.3	13,375.3	14,850.8	16,281.4
Intereses No Controlados	1,039.0	1,582.0	2,099.0	2,103.1	2,107.4	2,111.7	2,116.0	2,120.4
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>10,672.0</b>	<b>12,008.0</b>	<b>12,158.0</b>	<b>12,852.7</b>	<b>13,984.7</b>	<b>15,487.0</b>	<b>16,966.8</b>	<b>18,401.9</b>
<b>Total Pasivos &amp; Patrimonio Neto</b>	<b>45,095.0</b>	<b>48,845.0</b>	<b>47,813.0</b>	<b>48,731.4</b>	<b>48,981.9</b>	<b>49,914.5</b>	<b>50,650.8</b>	<b>51,406.5</b>

## Anexo IV: Flujo de Fondos de la Firma – Escenario Base

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Flujo de Fondos	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Ganancia Neta Carrefour	1,124.0	894.0	(362.0)	879.0	1,362.9	1,791.5	1,841.7	1,887.7
+ Resultado Neto Atribuido a INC				4.1	4.2	4.3	4.4	4.4
+ Depreciaciones				1,571.5	1,634.9	1,683.5	1,721.5	1,752.5
Δ Capital de Trabajo				272.1	425.6	85.0	66.0	74.3
Δ Otros Activos No Corrientes				(682.1)	(338.5)	(298.3)	(231.4)	(260.6)
Δ Otros Pasivos No Corrientes				184.9	75.0	66.1	51.3	57.8
<b>Flujo de Fondos Operativo</b>				<b>2,229.5</b>	<b>3,164.2</b>	<b>3,332.3</b>	<b>3,453.4</b>	<b>3,516.1</b>
Capex	(1,485.0)	(1,166.0)	(1,114.0)	(2,100.0)	(2,040.0)	(2,000.0)	(1,980.0)	(1,970.0)
<b>Flujo de Fondos de Inversiones</b>				<b>(2,100.0)</b>	<b>(2,040.0)</b>	<b>(2,000.0)</b>	<b>(1,980.0)</b>	<b>(1,970.0)</b>
Repago Deuda Largo Plazo				(2,712.0)	(1,230.0)	(1,230.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
Dividendos Pagados a INC				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados a los Accionistas				(188.4)	(235.2)	(293.5)	(366.2)	(457.0)
Emission/Recompra de Acciones				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Flujo de Fondos de Financiamiento</b>				<b>(2,900.4)</b>	<b>(1,465.2)</b>	<b>(1,523.5)</b>	<b>(1,366.2)</b>	<b>(1,457.0)</b>
<b>Flujo de Fondos Neto</b>				<b>(2,770.9)</b>	<b>(340.9)</b>	<b>(191.2)</b>	<b>107.2</b>	<b>89.1</b>



Universidad de  
San Andrés

## Anexo V: DCF – Escenario Base

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Análisis de Flujo de Fondos Descontados	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
<b>Unlevered Free Cash Flows</b>								
Ventas Totales	78,857.0	78,774.0	80,975.0	82,580.4	84,265.9	85,751.2	86,903.3	88,200.8
% Crecimiento		(0.1%)	2.8%	2.0%	2.0%	1.8%	1.3%	1.5%
EBITDA	3,625.0	3,436.0	2,328.0	3,263.4	4,011.2	4,702.0	4,780.5	4,857.2
EBITDA Margen %	4.6%	4.4%	2.9%	4.0%	4.8%	5.5%	5.5%	5.5%
Depreciaciones	1,437.0	1,457.0	1,632.0	1,571.5	1,634.9	1,683.5	1,721.5	1,752.5
EBIT	2,188.0	1,979.0	696.0	1,691.9	2,376.3	3,018.4	3,059.0	3,104.7
EBIT Margen %	2.8%	2.5%	0.9%	2.0%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%
Impuestos	780.8	667.8	1,713.7	607.4	853.1	1,083.6	1,098.2	1,114.6
NOPAT	1,407.2	1,311.2	(1,017.7)	1,084.5	1,523.2	1,934.8	1,960.8	1,990.1
Depreciation				1,571.5	1,634.9	1,683.5	1,721.5	1,752.5
Δ Capital de Trabajo				272.1	425.6	85.0	66.0	74.3
Capex				(2,100.0)	(2,040.0)	(2,000.0)	(1,980.0)	(1,970.0)
<b>Unlevered Free Cash Flow</b>				<b>828.1</b>	<b>1,543.7</b>	<b>1,703.4</b>	<b>1,768.3</b>	<b>1,846.9</b>
<b>Trading EV y Estructura de Capital</b>								
Precio de la Accion al 31/12/17				17.50				
Cantidad de Acciones en Circulacion				774.7				
Capitalizacion de Mercado			13,557.3					
Intereses No Controlados			2,099.0					
Deuda			6,368.2					
Capital Total			22,024.4					
% Equity (Incluye Intereses No Controlados)			71.1%					
% Deuda			28.9%					
<b>Valor de la Firma</b>				18,270.4				
EV / LTM EBITDA				7.8x				
<b>WACC</b>								
Tasa Libre de Riesgo			1.50%					
Riesgo de Mercado			6.30%					
Riesgo País			2.62%					
Beta			1.2					
Costo del Equity (Ke)			10.32%					
Tasa Impositiva			35.85%					
Costo de la Deuda Antes de Impuestos			2.83%					
Costo de la Deuda Despues de Impuestos (Kd)			1.82%					
WACC			7.86%					
<b>Valor Terminal</b>								
Tasa de Crecimiento			1.8%					
EBITDA Multiplo Terminal			5.5x					

<b>Valor Terminal</b>						
Tasa de Crecimiento					1.8%	
EBITDA Multiplo Terminal					5.5x	
VT con Tasa de Crecimiento Perpetua					31,025.8	
EBITDA Exit Multiple					6.6x	
VT con EBITDA Exit Multiple					26,714.7	
Tasa de Crecimiento					0.6%	
<b>Descuento</b>						
Periodo de Descuento - Mid-Year		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
Factor de Descuento		92.7%	86.0%	79.7%	73.9%	68.5%
Valor Presente del Unlevered FCF		767.7	1,326.9	1,357.5	1,306.5	1,265.2
<b>Valor de la Firma y de la Acción</b>						
	Perpetuidad				Exit	
Valor Presente Total del Unlevered FCF	6,023.8	22.1%			6,023.8	24.8%
Valor Presente del Valor Terminal	21,253.0	77.9%			18,299.9	75.2%
Valor de la Firma	27,276.8				24,323.7	
Caja	3,754.0				3,754.0	
Deuda	12,975.0				12,975.0	
Intereses No Controlados	2,099.0				2,099.0	
Valor del Equity	15,956.8				13,003.7	
<b>Valor de la Acción</b>	<b>20.60</b>				<b>16.79</b>	
<b>%</b>	<b>17.7%</b>				<b>-4%</b>	

## Anexo VI: Proyecciones EERR – Escenario Optimista

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Estado de Resultados	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Francia	37,173.3	36,873.6	36,779.9	36,853.4	37,111.4	37,519.6	37,932.3	38,349.6
Otros Países Europeos	20,214.1	20,642.9	21,668.1	22,105.7	22,592.1	23,089.1	23,389.3	23,693.3
Latam	14,645.1	14,910.0	16,464.5	17,864.0	19,203.8	20,260.0	21,050.1	21,871.1
Asia	6,824.5	6,347.6	6,062.6	6,002.0	6,038.0	6,321.7	6,789.6	7,190.1
<b>Ventas Totales</b>	<b>78,857.0</b>	<b>78,774.0</b>	<b>80,975.0</b>	<b>82,825.1</b>	<b>84,945.2</b>	<b>87,190.5</b>	<b>89,161.3</b>	<b>91,104.1</b>
Costo de Ventas	60,838.0	60,789.0	62,760.0	64,002.8	65,641.2	67,376.2	68,899.1	70,400.4
<b>Margen Bruto</b>	<b>18,019.0</b>	<b>17,985.0</b>	<b>18,215.0</b>	<b>18,822.3</b>	<b>19,304.1</b>	<b>19,814.3</b>	<b>20,262.2</b>	<b>20,703.7</b>
<i>Margen Bruto %</i>	22.85%	22.83%	22.49%	22.73%	22.73%	22.73%	22.73%	22.73%
Gastos Com. Y Adm.	15,574.0	15,634.0	16,209.0	16,458.3	16,224.5	16,043.0	16,405.7	16,763.2
Otros Gastos Operativos	257.0	372.0	1,310.0	667.0	684.1	702.2	718.0	733.7
<b>EBIT</b>	<b>2,188.0</b>	<b>1,979.0</b>	<b>696.0</b>	<b>1,696.9</b>	<b>2,395.5</b>	<b>3,069.1</b>	<b>3,138.5</b>	<b>3,206.9</b>
<i>Margen Operativo %</i>	2.77%	2.51%	0.86%	2.05%	2.82%	3.52%	3.52%	3.52%
Otros Ingresos y Egresos	168.0	138.0	128.0	150.8	154.7	158.8	162.4	165.9
Intereses Financieros Ganados	33.0	27.0	25.0	36.8	36.5	37.4	38.3	39.2
Intereses Financieros Pagados	380.0	404.0	342.0	194.4	120.0	91.3	51.9	23.8
<b>Ganancia Antes de Impuestos</b>	<b>1,673.0</b>	<b>1,464.0</b>	<b>251.0</b>	<b>1,388.5</b>	<b>2,157.2</b>	<b>2,856.5</b>	<b>2,962.6</b>	<b>3,056.4</b>
IIGG	597.0	494.0	618.0	498.5	774.5	1,025.5	1,063.6	1,097.3
<b>Ganancia Despues de Impuestos</b>	<b>1,076.0</b>	<b>970.0</b>	<b>(367.0)</b>	<b>890.0</b>	<b>1,382.8</b>	<b>1,831.0</b>	<b>1,899.0</b>	<b>1,959.2</b>
Ganancia Neta Atribuida a Intereses Minoritarios	44.0	(36.0)	4.0	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6
Operaciones Discontinuas	4.0	(40.0)	1.0	(12.3)	(12.6)	(12.9)	(13.2)	(13.5)
<b>Ganancia Neta Carrefour</b>	<b>1,124.0</b>	<b>894.0</b>	<b>(362.0)</b>	<b>881.9</b>	<b>1,374.5</b>	<b>1,822.5</b>	<b>1,890.3</b>	<b>1,950.2</b>
<i>Margen Neto %</i>	1.43%	1.13%	-0.45%	1.06%	1.62%	2.09%	2.12%	2.14%
<b>Informacion del Accionista</b>								
Basic WASO	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7
Diluted WASO	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7
Basic EPS	1.45	1.15	(0.47)	1.14	1.77	2.35	2.44	2.52
Diluted EPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividendos por Accion	0.50	0.16	0.19	0.24	0.30	0.38	0.47	0.59
Dividendos	390.0	121.0	151.0	188.4	235.2	293.5	366.2	457.0
Depreciaciones	1,437.0	1,457.0	1,632.0	1,571.5	1,635.7	1,686.2	1,727.9	1,764.3
<b>EBITDA</b>	<b>3,625.0</b>	<b>3,436.0</b>	<b>2,328.0</b>	<b>3,268.4</b>	<b>4,031.1</b>	<b>4,755.3</b>	<b>4,866.3</b>	<b>4,971.2</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	4.60%	4.36%	2.87%	3.95%	4.75%	5.45%	5.46%	5.46%

Universidad de  
San Andrés

## Anexo VII: Estado de Situación Patrimonial – Escenario Optimista

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Estado de Situación Patrimonial	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
<b>Activos</b>								
Caja y Equivalentes Operativo	3,082.0	3,544.0	3,754.0	3,601.0	3,693.2	3,790.8	3,876.5	3,961.0
Caja Nueva	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuentas a Cobrar	7,512.0	8,208.0	8,012.0	7,942.1	7,447.3	7,644.1	7,816.9	7,987.2
Inventarios	6,362.0	7,039.0	6,690.0	6,663.3	6,654.0	6,829.9	6,984.3	7,136.5
Otros Activos Corrientes	355.0	357.0	360.0	372.1	381.7	391.8	400.6	409.3
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>17,311.0</b>	<b>19,148.0</b>	<b>18,816.0</b>	<b>18,578.6</b>	<b>18,176.2</b>	<b>18,656.6</b>	<b>19,078.3</b>	<b>19,494.0</b>
Propiedades, Plantas y Equipo	12,071.0	13,406.0	13,096.0	13,630.7	14,051.5	14,398.9	14,702.4	14,973.0
Otros Activos No Corrientes	15,713.0	16,291.0	15,901.0	16,632.3	17,058.0	17,508.9	17,904.6	18,294.8
<b>Total Activos</b>	<b>45,095.0</b>	<b>48,845.0</b>	<b>47,813.0</b>	<b>48,841.6</b>	<b>49,285.6</b>	<b>50,564.3</b>	<b>51,685.4</b>	<b>52,761.8</b>
<b>Pasivo &amp; Patrimonio Neto</b>								
Deuda Financiera Corriente	4,294.0	5,270.0	3,886.0	6,532.5	7,011.8	7,375.8	7,431.7	7,481.4
Cuentas a Pagar	13,648.0	15,396.0	15,082.0	14,904.8	14,746.8	15,136.6	15,478.7	15,816.0
Otros Pasivos Corrientes	4,375.0	4,429.0	4,106.0	4,483.9	4,598.7	4,720.2	4,826.9	4,932.1
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>22,317.0</b>	<b>25,095.0</b>	<b>23,074.0</b>	<b>25,921.1</b>	<b>26,357.2</b>	<b>27,232.6</b>	<b>27,737.4</b>	<b>28,229.5</b>
Deuda Financiera No Corriente	8,584.0	8,135.0	9,089.0	6,377.0	5,147.0	3,917.0	2,917.0	1,917.0
Otros Pasivos No Corrientes	3,522.0	3,607.0	3,492.0	3,687.8	3,782.2	3,882.2	3,970.0	4,056.5
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>12,106.0</b>	<b>11,742.0</b>	<b>12,581.0</b>	<b>10,064.8</b>	<b>8,929.2</b>	<b>7,799.2</b>	<b>6,887.0</b>	<b>5,973.5</b>
Equity	9,633.0	10,426.0	10,059.0	10,752.5	11,891.8	13,420.8	14,944.8	16,438.0
Intereses No Controlados	1,039.0	1,582.0	2,099.0	2,103.2	2,107.4	2,111.8	2,116.2	2,120.8
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>10,672.0</b>	<b>12,008.0</b>	<b>12,158.0</b>	<b>12,855.6</b>	<b>13,999.2</b>	<b>15,532.6</b>	<b>17,061.1</b>	<b>18,558.8</b>
<b>Total Pasivos &amp; Patrimonio Neto</b>	<b>45,095.0</b>	<b>48,845.0</b>	<b>47,813.0</b>	<b>48,841.6</b>	<b>49,285.6</b>	<b>50,564.3</b>	<b>51,685.4</b>	<b>52,761.8</b>

## Anexo VIII: Flujo de Fondos de la Firma – Escenario Optimista

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Flujo de Fondos	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Ganancia Neta Carrefour	1,124.0	894.0	(362.0)	881.9	1,374.5	1,822.5	1,890.3	1,950.2
+ Resultado Neto Atribuido a INC				4.2	4.3	4.4	4.5	4.6
+ Depreciaciones				1,571.5	1,635.7	1,686.2	1,727.9	1,764.3
Δ Capital de Trabajo				285.1	451.4	128.5	112.8	111.2
Δ Otros Activos No Corrientes				(731.3)	(425.7)	(450.9)	(395.8)	(390.1)
Δ Otros Pasivos No Corrientes				195.8	94.4	100.0	87.8	86.5
<b>Flujo de Fondos Operativo</b>				<b>2,207.2</b>	<b>3,134.5</b>	<b>3,290.6</b>	<b>3,427.4</b>	<b>3,526.7</b>
Capex	(1,485.0)	(1,166.0)	(1,114.0)	(2,106.2)	(2,056.4)	(2,033.6)	(2,031.4)	(2,034.8)
<b>Flujo de Fondos de Inversiones</b>				<b>(2,106.2)</b>	<b>(2,056.4)</b>	<b>(2,033.6)</b>	<b>(2,031.4)</b>	<b>(2,034.8)</b>
Repago Deuda Largo Plazo				(2,712.0)	(1,230.0)	(1,230.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
Dividendos Pagados a INC				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados a los Accionistas				(188.4)	(235.2)	(293.5)	(366.2)	(457.0)
Emission/Recompra de Acciones				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Flujo de Fondos de Financiamiento</b>				<b>(2,900.4)</b>	<b>(1,465.2)</b>	<b>(1,523.5)</b>	<b>(1,366.2)</b>	<b>(1,457.0)</b>
<b>Flujo de Fondos Neto</b>				<b>(2,799.4)</b>	<b>(387.1)</b>	<b>(266.4)</b>	<b>29.7</b>	<b>34.8</b>

## Anexo IX: DCF – Escenario Optimista

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Análisis de Flujo de Fondos Descontados	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
<b>Unlevered Free Cash Flows</b>								
Ventas Totales	78,857.0	78,774.0	80,975.0	82,825.1	84,945.2	87,190.5	89,161.3	91,104.1
% Crecimiento		(0.1%)	2.8%	2.3%	2.6%	2.6%	2.3%	2.2%
EBITDA	3,625.0	3,436.0	2,328.0	3,268.4	4,031.1	4,755.3	4,866.3	4,971.2
EBITDA Margen %	4.6%	4.4%	2.9%	3.9%	4.7%	5.5%	5.5%	5.5%
Depreciaciones	1,437.0	1,457.0	1,632.0	1,571.5	1,635.7	1,686.2	1,727.9	1,764.3
EBIT	2,188.0	1,979.0	696.0	1,696.9	2,395.5	3,069.1	3,138.5	3,206.9
EBIT Margen %	2.8%	2.5%	0.9%	2.0%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%
Impuestos	780.8	667.8	1,713.7	609.2	860.0	1,101.8	1,126.7	1,151.3
NOPAT	1,407.2	1,311.2	(1,017.7)	1,087.7	1,535.5	1,967.3	2,011.8	2,055.6
Depreciation				1,571.5	1,635.7	1,686.2	1,727.9	1,764.3
Δ Capital de Trabajo				285.1	451.4	128.5	112.8	111.2
Capex				(2,106.2)	(2,056.4)	(2,033.6)	(2,031.4)	(2,034.8)
<b>Unlevered Free Cash Flow</b>				<b>838.1</b>	<b>1,566.1</b>	<b>1,748.4</b>	<b>1,821.0</b>	<b>1,896.3</b>



**Trading EV y Estructura de Capital**

Precio de la Accion al 31/12/17	17.50
Cantidad de Acciones en Circulacion	774.7
Capitalizacion de Mercado	13,557.3
Intereses No Controlados	2,099.0
Deuda	6,368.2
Capital Total	22,024.4
% Equity (Incluye Intereses No Controlados)	71.1%
% Deuda	28.9%
<b>Valor de la Firma</b>	<b>18,270.4</b>
EV / LTM EBITDA	7.8x

**WACC**

Tasa Libre de Riesgo	1.50%
Riesgo de Mercado	6.30%
Riesgo País	2.62%
Beta	1.2
Costo del Equity (Ke)	10.32%
Tasa Impositiva	35.85%
Costo de la Deuda Antes de Impuestos	2.83%
Costo de la Deuda Despues de Impuestos (Kd)	1.82%
WACC	7.86%

**Valor Terminal**

Tasa de Crecimiento	1.8%
EBITDA Multiplo Terminal	5.5x

VT con Tasa de Crecimiento Perpetua	31,854.9
EBITDA Exit Multiple	6.7x
VT con EBITDA Exit Multiple	27,341.4
Tasa de Crecimiento	0.6%

**Descuento**

Período de Descuento - Mid-Year	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
Factor de Descuento	92.7%	86.0%	79.7%	73.9%	68.5%
Valor Presente del Unlevered FCF	777.0	1,346.2	1,393.4	1,345.5	1,299.0

**Valor de la Firma y de la Acción**

	Perpetuidad		Exit	
Valor Presente Total del Unlevered FCF	6,161.0	22.0%	6,161.0	24.8%
Valor Presente del Valor Terminal	21,821.0	78.0%	18,729.2	75.2%
Valor de la Firma	27,982.0		24,890.2	
Caja	3,754.0		3,754.0	
Deuda	12,975.0		12,975.0	
Intereses No Controlados	2,099.0		2,099.0	
Valor del Equity	16,662.0		13,570.2	

<b>Valor de la Acción</b>	<b>21.51</b>	<b>17.52</b>
---------------------------	--------------	--------------

<b>%</b>	<b>22.9%</b>	<b>0%</b>
----------	--------------	-----------

## Anexo X: Proyecciones EERR – Escenario Pesimista

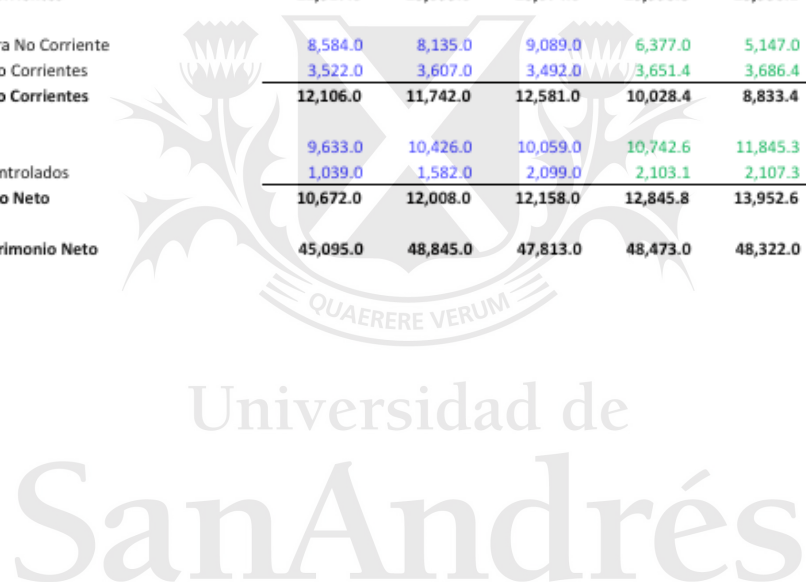
Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A. Estado de Resultados	Hist. 12/31/15	Hist. 12/31/16	Hist. 12/31/17	Proj. 12/31/18	Proj. 12/31/19	Proj. 12/31/20	Proj. 12/31/21	Proj. 12/31/22
Francia	37,173.3	36,873.6	36,779.9	36,790.9	36,857.1	36,941.9	37,034.2	37,156.5
Otros Países Europeos	20,214.1	20,642.9	21,668.1	21,928.1	22,125.4	22,324.5	22,413.8	22,503.5
Latam	14,645.1	14,910.0	16,464.5	17,419.5	18,064.0	18,371.1	18,536.4	18,703.2
Asia	6,824.5	6,347.6	6,062.6	5,868.6	5,745.3	5,687.9	5,727.7	5,744.9
<b>Ventas Totales</b>	<b>78,857.0</b>	<b>78,774.0</b>	<b>80,975.0</b>	<b>82,007.0</b>	<b>82,791.8</b>	<b>83,325.4</b>	<b>83,712.2</b>	<b>84,108.1</b>
Costo de Ventas	60,838.0	60,789.0	62,760.0	63,370.6	63,977.1	64,389.4	64,688.3	64,994.2
<b>Margen Bruto</b>	<b>18,019.0</b>	<b>17,985.0</b>	<b>18,215.0</b>	<b>18,636.4</b>	<b>18,814.7</b>	<b>18,936.0</b>	<b>19,023.9</b>	<b>19,113.8</b>
<i>Margen Bruto %</i>	22.85%	22.83%	22.49%	22.73%	22.73%	22.73%	22.73%	22.73%
Gastos Com. Y Adm.	15,574.0	15,634.0	16,209.0	16,295.8	15,813.2	15,331.9	15,403.0	15,475.9
Otros Gastos Operativos	257.0	372.0	1,310.0	660.4	666.7	671.0	674.1	677.3
<b>EBIT</b>	<b>2,188.0</b>	<b>1,979.0</b>	<b>696.0</b>	<b>1,680.2</b>	<b>2,334.7</b>	<b>2,933.1</b>	<b>2,946.7</b>	<b>2,960.6</b>
<i>Margen Operativo %</i>	2.77%	2.51%	0.86%	2.05%	2.82%	3.52%	3.52%	3.52%
Otros Ingresos y Egresos	168.0	138.0	128.0	149.3	150.8	151.7	152.4	153.2
Intereses Financieros Ganados	33.0	27.0	25.0	36.6	35.8	36.1	36.3	36.5
Intereses Financieros Pagados	380.0	404.0	342.0	194.4	120.0	91.3	51.9	23.8
<b>Ganancia Antes de Impuestos</b>	<b>1,673.0</b>	<b>1,464.0</b>	<b>251.0</b>	<b>1,373.1</b>	<b>2,099.8</b>	<b>2,726.2</b>	<b>2,778.7</b>	<b>2,820.2</b>
IIGG	597.0	494.0	618.0	492.9	753.8	978.7	997.5	1,012.4
<b>Ganancia Despues de Impuestos</b>	<b>1,076.0</b>	<b>970.0</b>	<b>(367.0)</b>	<b>880.1</b>	<b>1,346.0</b>	<b>1,747.5</b>	<b>1,781.1</b>	<b>1,807.7</b>
Ganancia Neta Atribuida a Intereses Minoritarios	44.0	(36.0)	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2
Operaciones Discontinuas	4.0	(40.0)	1.0	(12.2)	(12.3)	(12.4)	(12.4)	(12.5)
<b>Ganancia Neta Carrefour</b>	<b>1,124.0</b>	<b>894.0</b>	<b>(362.0)</b>	<b>872.1</b>	<b>1,337.8</b>	<b>1,739.3</b>	<b>1,772.9</b>	<b>1,799.5</b>
<i>Margen Neto %</i>	1.43%	1.13%	-0.45%	1.06%	1.62%	2.09%	2.12%	2.14%
<b>Informacion del Accionista</b>								
Basic WASO	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7
Diluted WASO	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7
Basic EPS	1.45	1.15	(0.47)	1.13	1.73	2.25	2.29	2.32
Diluted EPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividendos por Accion	0.50	0.16	0.19	0.24	0.30	0.38	0.47	0.59
Dividendos	390.0	121.0	151.0	188.4	235.2	293.5	366.2	457.0
Depreciaciones	1,437.0	1,457.0	1,632.0	1,571.5	1,633.2	1,677.7	1,709.6	1,733.3
<b>EBITDA</b>	<b>3,625.0</b>	<b>3,436.0</b>	<b>2,328.0</b>	<b>3,251.7</b>	<b>3,967.9</b>	<b>4,610.8</b>	<b>4,656.3</b>	<b>4,693.9</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	4.60%	4.36%	2.87%	3.97%	4.79%	5.53%	5.56%	5.58%

## Anexo XI: Estado de Situación Patrimonial – Escenario Pesimista

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Estado de Situación Patrimonial	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
<b>Activos</b>								
Caja y Equivalentes Operativo	3,082.0	3,544.0	3,754.0	3,565.5	3,599.6	3,622.8	3,639.6	3,656.8
Caja Nueva	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuentas a Cobrar	7,512.0	8,208.0	8,012.0	7,863.7	7,258.5	7,305.2	7,339.2	7,373.9
Inventarios	6,362.0	7,039.0	6,690.0	6,597.5	6,485.4	6,527.1	6,557.4	6,588.5
Otros Activos Corrientes	355.0	357.0	360.0	368.5	372.0	374.4	376.1	377.9
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>17,311.0</b>	<b>19,148.0</b>	<b>18,816.0</b>	<b>18,395.1</b>	<b>17,715.4</b>	<b>17,829.6</b>	<b>17,912.3</b>	<b>17,997.0</b>
Propiedades, Plantas y Equipo	12,071.0	13,406.0	13,096.0	13,609.9	13,981.0	14,246.7	14,444.4	14,589.7
Otros Activos No Corrientes	15,713.0	16,291.0	15,901.0	16,468.0	16,625.6	16,732.7	16,810.4	16,889.9
<b>Total Activos</b>	<b>45,095.0</b>	<b>48,845.0</b>	<b>47,813.0</b>	<b>48,473.0</b>	<b>48,322.0</b>	<b>48,809.0</b>	<b>49,167.1</b>	<b>49,476.6</b>
<b>Pasivo &amp; Patrimonio Neto</b>								
Deuda Financiera Corriente	4,294.0	5,270.0	3,886.0	6,401.7	6,681.0	6,802.7	6,644.6	6,499.6
Cuentas a Pagar	13,648.0	15,396.0	15,082.0	14,757.5	14,372.9	14,465.6	14,532.7	14,601.4
Otros Pasivos Corrientes	4,375.0	4,429.0	4,106.0	4,439.6	4,482.1	4,511.0	4,531.9	4,553.4
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>22,317.0</b>	<b>25,095.0</b>	<b>23,074.0</b>	<b>25,598.8</b>	<b>25,536.1</b>	<b>25,779.3</b>	<b>25,709.3</b>	<b>25,654.5</b>
Deuda Financiera No Corriente	8,584.0	8,135.0	9,089.0	6,377.0	5,147.0	3,917.0	2,917.0	1,917.0
Otros Pasivos No Corrientes	3,522.0	3,607.0	3,492.0	3,651.4	3,686.4	3,710.1	3,727.3	3,745.0
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>12,106.0</b>	<b>11,742.0</b>	<b>12,581.0</b>	<b>10,028.4</b>	<b>8,833.4</b>	<b>7,627.1</b>	<b>6,644.3</b>	<b>5,662.0</b>
Equity	9,633.0	10,426.0	10,059.0	10,742.6	11,845.3	13,291.2	14,697.9	16,040.3
Intereses No Controlados	1,039.0	1,582.0	2,099.0	2,103.1	2,107.3	2,111.4	2,115.6	2,119.8
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>10,672.0</b>	<b>12,008.0</b>	<b>12,158.0</b>	<b>12,845.8</b>	<b>13,952.6</b>	<b>15,402.6</b>	<b>16,813.5</b>	<b>18,160.2</b>
<b>Total Pasivos &amp; Patrimonio Neto</b>	<b>45,095.0</b>	<b>48,845.0</b>	<b>47,813.0</b>	<b>48,473.0</b>	<b>48,322.0</b>	<b>48,809.0</b>	<b>49,167.1</b>	<b>49,476.6</b>



## Anexo XII: Flujo de Fondos de la Firma – Escenario Pesimista

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Flujo de Fondos	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Ganancia Neta Carrefour	1,124.0	894.0	(362.0)	872.1	1,337.8	1,739.3	1,772.9	1,799.5
+ Resultado Neto Atribuido a INC				4.1	4.1	4.2	4.2	4.2
+ Depreciaciones				1,571.5	1,633.2	1,677.7	1,709.6	1,733.3
Δ Capital de Trabajo				241.5	371.7	30.5	22.1	22.7
Δ Otros Activos No Corrientes				(567.0)	(157.6)	(107.1)	(77.7)	(79.5)
Δ Otros Pasivos No Corrientes				159.4	34.9	23.8	17.2	17.6
<b>Flujo de Fondos Operativo</b>				<b>2,281.7</b>	<b>3,224.2</b>	<b>3,368.4</b>	<b>3,448.4</b>	<b>3,497.8</b>
Capex	(1,485.0)	(1,166.0)	(1,114.0)	(2,085.4)	(2,004.3)	(1,943.4)	(1,907.3)	(1,878.6)
<b>Flujo de Fondos de Inversiones</b>				<b>(2,085.4)</b>	<b>(2,004.3)</b>	<b>(1,943.4)</b>	<b>(1,907.3)</b>	<b>(1,878.6)</b>
Repago Deuda Largo Plazo				(2,712.0)	(1,230.0)	(1,230.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
Dividendos Pagados a INC				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendos Pagados a los Accionistas				(188.4)	(235.2)	(293.5)	(366.2)	(457.0)
Emission/Recompra de Acciones				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Flujo de Fondos de Financiamiento</b>				<b>(2,900.4)</b>	<b>(1,465.2)</b>	<b>(1,523.5)</b>	<b>(1,366.2)</b>	<b>(1,457.0)</b>
<b>Flujo de Fondos Neto</b>				<b>(2,704.2)</b>	<b>(245.2)</b>	<b>(98.5)</b>	<b>174.9</b>	<b>162.2</b>

## Anexo XIII: DCF – Escenario Pesimista

Todos los valores están expresados en millones de euros

Carrefour S.A.	Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Análisis de Flujo de Fondos Descatados	12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
<b>Unlevered Free Cash Flows</b>								
Ventas Totales	78,857.0	78,774.0	80,975.0	82,007.0	82,791.8	83,325.4	83,712.2	84,108.1
% Crecimiento		(0.1%)	2.8%	1.3%	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%
EBITDA	3,625.0	3,436.0	2,328.0	3,251.7	3,967.9	4,610.8	4,656.3	4,693.9
EBITDA Margen %	4.6%	4.4%	2.9%	4.0%	4.8%	5.5%	5.6%	5.6%
Depreciaciones	1,437.0	1,457.0	1,632.0	1,571.5	1,633.2	1,677.7	1,709.6	1,733.3
EBIT	2,188.0	1,979.0	696.0	1,680.2	2,334.7	2,933.1	2,946.7	2,960.6
EBIT Margen %	2.8%	2.5%	0.9%	2.0%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%
Impuestos	780.8	667.8	1,713.7	603.2	838.2	1,053.0	1,057.9	1,062.9
NOPAT	1,407.2	1,311.2	(1,017.7)	1,077.0	1,496.6	1,880.1	1,888.8	1,897.8
Depreciation				1,571.5	1,633.2	1,677.7	1,709.6	1,733.3
Δ Capital de Trabajo				241.5	371.7	30.5	22.1	22.7
Capex				(2,085.4)	(2,004.3)	(1,943.4)	(1,907.3)	(1,878.6)
<b>Unlevered Free Cash Flow</b>				<b>804.6</b>	<b>1,497.2</b>	<b>1,644.9</b>	<b>1,713.3</b>	<b>1,775.2</b>

**Trading EV y Estructura de Capital**

Precio de la Accion al 31/12/17	17.50
Cantidad de Acciones en Circulacion	774.7
Capitalizacion de Mercado	13,557.3
Intereses No Controlados	2,099.0
Deuda	6,368.2
Capital Total	22,024.4
% Equity (Incluye Intereses No Controlados)	71.1%
% Deuda	28.9%

<b>Valor de la Firma</b>	18,270.4
EV / LTM EBITDA	7.8x

**WACC**

Tasa Libre de Riesgo	1.50%
Riesgo de Mercado	6.30%
Riesgo País	2.62%
Beta	1.2
Costo del Equity (Ke)	10.32%

Tasa Impositiva	35.85%
Costo de la Deuda Antes de Impuestos	2.83%
Costo de la Deuda Despues de Impuestos (Kd)	1.82%

WACC	7.86%
------	-------

**Valor Terminal**

Tasa de Crecimiento	1.8%
EBITDA Multiplo Terminal	5.5x
VT con Tasa de Crecimiento Perpetua	29,820.4
EBITDA Exit Multiple	6.6x
VT con EBITDA Exit Multiple	25,816.7
Tasa de Crecimiento	0.7%

**Descuento**

Período de Descuento - Mid-Year	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
Factor de Descuento	92.7%	86.0%	79.7%	73.9%	68.5%
Valor Presente del Unlevered FCF	746.0	1,286.9	1,310.9	1,265.9	1,216.0

**Valor de la Firma y de la Acción**

	Perpetuidad		Exit	
Valor Presente Total del Unlevered FCF	5,825.6	22.2%	5,825.6	24.8%
Valor Presente del Valor Terminal	20,427.3	77.8%	17,684.7	75.2%
Valor de la Firma	26,253.0		23,510.4	
Caja	3,754.0		3,754.0	
Deuda	12,975.0		12,975.0	
Intereses No Controlados	2,099.0		2,099.0	
Valor del Equity	14,933.0		12,190.4	

<b>Valor de la Acción</b>	<b>19.28</b>	<b>15.74</b>
<b>%</b>	<b>10.1%</b>	<b>-10%</b>

## Anexo XIV: Coeficientes de Correlación dentro de la economía de Francia

Relación PBI-Ventas	Unidad de Medida	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Fuente	Coeficiente de correlación
PBI per cápita	PPP, en dólares por persona	37,313	36,297	37,284	38,657	39,251	39,912	40,802	41,480	42,336	43,551	IMF	
Volumen de negocios y volumen de ventas en el comercio mayorista y minorista: datos anuales (Clasificación: venta al por menor de alimentos, bebidas y tabaco)	Índice, 2015=100	90.4	88.4	91.3	94.2	95.1	96.4	97.2	100	102.5	105.9	eurostat	0.99
Relación Inflación-Ventas	Unidad de Medida	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Fuente	Coeficiente de correlación
Inflación	%	1.16	1.00	1.99	2.63	1.51	0.83	0.10	0.28	0.65	1.11	IMF	
Volumen de negocios y volumen de ventas en el comercio mayorista y minorista: datos anuales (Clasificación: venta al por menor de alimentos, bebidas y tabaco)	Índice, 2015=100	90.4	88.4	91.3	94.2	95.1	96.4	97.2	100	102.5	105.9	eurostat	0.38
Relación Tasa Desempleo-Ventas	Unidad de Medida	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Fuente	Coeficiente de correlación
Tasa Desempleo	%	7.47	9.08	9.27	9.20	9.78	10.30	10.30	10.39	10.04	9.48	IMF	
Volumen de negocios y volumen de ventas en el comercio mayorista y minorista: datos anuales (Clasificación: venta al por menor de alimentos, bebidas y tabaco)	Índice, 2015=100	90.4	88.4	91.3	94.2	95.1	96.4	97.2	100	102.5	105.9	eurostat	0.56
Relación Empleo-Ventas	Unidad de Medida	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Fuente	Coeficiente de correlación
Empleo	Millones	24.64	24.49	24.50	24.57	24.71	24.72	24.92	24.97	25.12	25.29	IMF	
Volumen de negocios y volumen de ventas en el comercio mayorista y minorista: datos anuales (Clasificación: venta al por menor de alimentos, bebidas y tabaco)	Índice, 2015=100	90.4	88.4	91.3	94.2	95.1	96.4	97.2	100	102.5	105.9	eurostat	0.96
Relación ICC-Ventas	Unidad de Medida	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Fuente	Coeficiente de correlación
ICC	Millones							99.30	99.83	100.10	100.82	OCDE	
Volumen de negocios y volumen de ventas en el comercio mayorista y minorista: datos anuales (Clasificación: venta al por menor de alimentos, bebidas y tabaco)	Índice, 2015=100	90.4	88.4	91.3	94.2	95.1	96.4	97.2	100	102.5	105.9	eurostat	0.99



## Referencias Bibliográficas

### a. Bibliografía Específica

- Brigham & Houston; Fundamentals of Financial Management. Fourth Edition.
- Damodaran, Aswath; Investment Valuation. Second Edition, John Wiley & Sons Inc.
- Goedhart, Marc; Koller, Tim; Wessels, David; Measuring and Managing the Value of Companies.
- McLeavy, Dennis W.; Pinto, Jerald E; Robinson, Thomas R.; Stowe, John D.; Equity Asset Valuation. John Wiley & Sons Inc.
- Porter, Michael E; Ventaja Competitiva. Creación y Sostenimiento de un Desempeño Superior. Compañía Editorial Continental, 1991.

### b. Sitios Web

- Aswath Damodaran; <http://www.stern.nyu.edu>
  - [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/spreadsh.htm#cf](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/spreadsh.htm#cf)
- Bloomberg; <http://www.bloomberg.com>
  - Euribor Swap Rate
- Deloitte Development LLC
  - “2018 retail, wholesale and distribution outlook. An industry in transition”
- EMIS Research; <https://www.emis.com/>
  - “Argentina: Retail Sector 2017/2018”, EMIS, 2017
  - “Brazil: Consumer Goods & Retail Sector 2017/2021”, 2017
  - “CARREFOUR SA IN RETAILING (WORLD)”, Euromonitor.com, Mayo 2017
- Eurostat; <https://ec.europa.eu/eurostat>
- Fondo Monetario Internacional; <http://www.imf.org>
  - <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/weoselco.aspx?g=2001&sg=All+countries>
- Investopedia; <https://www.investopedia.com>
  - Conceptos financieros y conceptos relacionados a la industria minorista
- Kantar; <http://www.kantarworldpanel.com>
  - “A Global View on Changing Trade Dynamics”, Julio 2017
  - “Finding Growth in Reinvented Channel”, Junio 2018
  - “Find the Pockets of Growth”, Junio 2018
  - “FMCG Trends in Latam”, Abril 2018
  - “The Chaning Channel Landscape”, Mayo 2018
  - “The Future of E-Commerce in FMCG”, Noviembre 2017

- Market Realist; <https://marketrealist.com>
- OECD; <https://data.oecd.org/leadind/consumer-confidence-index-cci.htm>
- THOMSON REUTERS;
- <http://www.reuters.com>
  - Información sobre bonos de Carrefour SA
- Yahoo Finance; <http://es.finance.yahoo.com>
  - Cotización histórica de la acción de Carrefour SA
  - Indicadores Financieros de competidores de Carrefour

**c. Información Institucional**

- Reportes anuales, carta a los accionistas, presentaciones “Full Year Results” e “Investor Presentation” de Carrefour.
- Reportes anuales de todas las empresas señaladas como competidores y sus sitios web.

