



Universidad de
San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación de “Casino Groupe”

Autor: Boote, Elina

DNI: 36.593.791

Director de Tesis: Lic. Alejandro Loizaga, CFA

Buenos Aires, Febrero 2019

INDICE

Glosario	3
1. Resumen Ejecutivo	4
2. Descripción de la Compañía	5
2.1 Historia	5
2.2 Modelo de Negocios y Estrategia	8
2.3 Posicionamiento	12
2.4 Análisis FODA	12
3. Análisis de la Industria	18
3.1 Principales Características	18
3.2 Tendencias de la Industria	18
3.3 Composición del Mercado	22
3.4 Las Cinco Fuerzas de Porter	24
4. Análisis Financiero	26
4.1 Estado de Resultados	26
4.2 Estado de Situación Patrimonial	30
4.3 Estado de Flujos de Fondos	36
4.4 Índices de Rentabilidad	38
5. Valuación por Flujos de Fondos Descontados	41
5.1 Modelo de Valuación	41
5.2 Objetivos de la Empresa	43
5.3 Cálculo del Costo del Capital	45
5.4 Principales Variables a Proyectar	47
5.5 Escenario Base	51
5.6 Escenario Optimista	53
5.7 Escenario Pesimista	54
6. Múltiplos Comparables	56
6.1 Principales Competidores	56
6.2 Múltiplos Utilizados	59
7. Resumen de las Metodologías de Valuación	62
8. Riesgos	63
8.1 Riesgos Financieros	63
8.2 Riesgos Operativos	64
8.3 Riesgos Legales	66
9. Conclusión	67
Anexos	69
Bibliografía	86

Glosario

CAGR: Tasa compuesta de crecimiento promedio, por sus siglas en inglés “*compound annual growth rate*”.

CAPEX: Inversiones en bienes de capital, por sus siglas en inglés “*capital expenditures*”.

Capital de Trabajo: Por sus siglas en inglés, “*working capital*”. Es una medida de la eficiencia operativa de una empresa, y su salud financiera a corto plazo. Se calcula como: cuentas a cobrar + inventarios – cuentas a pagar.

COGS: Costo de las mercaderías vendidas, por sus siglas en inglés “*cost of goods sold*”.

Crecimiento Orgánico: Ventas generadas por las tiendas abiertas por al menos doce meses, más aquellas que se abrieron durante ese período, incluyendo los cierres temporarios.

EBITDA: Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, por sus siglas en inglés, “*earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations*”.

EBIT: Ganancias antes de intereses e impuestos, por sus siglas en inglés, “*earnings before interests and taxes*”.

FMCG: Por sus siglas en inglés “*fast moving consumer goods*”, se refiere a bienes de consumo con una vida útil corta.

Same Store Sales (SSS): Ventas generadas por las tiendas abiertas por al menos doce meses, excluyendo los cierres temporarios.

Swap de Tasas de Interés: Un swap de tasa de interés es un acuerdo entre dos contrapartes en el cual se acuerda que una de serie pagos de intereses futuros se intercambiará por otra, basada en un monto de capital especificado.

Tiendas Cash and Carry: Formato de tiendas mayoristas donde predomina el auto servicio.

Tiendas de Conveniencia: Aquellas que poseen un tamaño reducido, y horarios y días de apertura extendidos.

WACC: Costo promedio ponderado del capital, por sus siglas en inglés “*weighted average cost of capital*”.

1. Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene por objeto determinar el valor presente y el valor de la acción de la empresa Casino Groupe Perrachon.

La metodología principal a utilizar es el método de flujos de fondos descontados. Para ello se plantean tres escenarios posibles: base, optimista y pesimista. En el escenario base se estima que los objetivos propuestos por la empresa para el año 2018 y posteriores, son alcanzados. Por consiguiente, en el escenario optimista, dichos objetivos son superados, mientras que, en el pesimista, no son alcanzados.

Los flujos de fondos de la firma son proyectados en términos nominales y en euros. Se analizarán las variables que más impacto tienen en la generación de valor de la compañía: ventas; gastos comerciales, administrativos y generales; capital de trabajo; requerimientos de inversión en CAPEX y márgenes.

Se tomará como base la información obtenida de los reportes anuales de la empresa. Se analizarán sus estados financieros, su modelo de negocios, posicionamiento competitivo, entre otros. Además, se hará un análisis de la industria en la cual se encuentra la empresa, y las proyecciones futuras para la misma.

El valor de la firma surge de descontar los flujos de fondos proyectados a una tasa de descuento que representa el costo del capital de la firma. Esta es el WACC.

Posteriormente, para calcular el valor de la acción, se deberá calcular el valor del equity y dividirlo por la cantidad de acciones que la empresa tiene en circulación.

El segundo método a utilizar es el de múltiplos comparables. Para el caso de la industria minorista de alimentos, la cual se encuentra dentro del sector ultra-defensivo, los múltiplos más adecuados para valorar una compañía son el EV/Ventas y el EV/EBITDA.

2. Descripción de la Compañía

2.1 Historia

Grupo Casino es uno de los principales minoristas de alimentos en el mundo. Entre sus productos se pueden destacar hipermercados, supermercados, tiendas de descuento, tiendas de conveniencia y cafeterías. Más aún, posee sitios web de comercio electrónico tanto de productos alimenticios como no alimentarios, un segmento que está revolucionando el consumo a nivel mundial. (Ver Anexo I)

Su trayectoria en el mercado es extensa. En 1898, Geoffroy Guichard creó *Société des Magasins du Casino* y abrió la primera tienda en Veauche en el centro de Francia. Solo tres años después, en 1901, se creó la primera marca de productos Casino, siendo pioneros en el concepto de marca privada. El grupo se expandió rápidamente hasta la víspera de la Segunda Guerra Mundial, abriendo más de 500 tiendas en diez años.

A partir de 1950, el Grupo se embarcó en una política de diversificación de sus formatos y actividades. La primera tienda de autoservicio se abrió en 1948, el primer supermercado en 1960, la primera cafetería de Casino en 1967 y el primer hipermercado Géant en 1970.

El Grupo ha fortalecido su posicionamiento a través de adquisiciones importantes. En 2000, adquirió una participación en el minorista en línea Cdiscount y aumentó su participación en Monoprix al 50%. Fue recién en el 2013 cuando el grupo obtuvo el control exclusivo de este último. Desde 2009, Casino también posee el 100% de Franprix Holding y Leader Price Holding. Además, a partir del 2001, el grupo comenzó a desarrollarse en otras áreas conectadas a la venta minorista, como servicios financieros y bienes raíces comerciales.

El grupo posee más de 9.000 locales de venta en Francia donde es uno de los líderes con un 11,60%¹ de participación de mercado. También posee un gran alcance en el mercado internacional. Cuenta aproximadamente con 3.000 locales distribuidos en Argentina, Brasil, Colombia, y Uruguay. Justamente en Brasil y Colombia, Casino es el número uno en las ventas de alimentos minoristas. Con respecto al comercio online, es el número uno en Colombia con Éxito.com y el número dos en Francia con Cdiscount. En la imagen a continuación se puede

¹ Fuente: Kantar

observar un mapa de Latinoamérica y los negocios que tiene en cada uno de los países en los que opera:

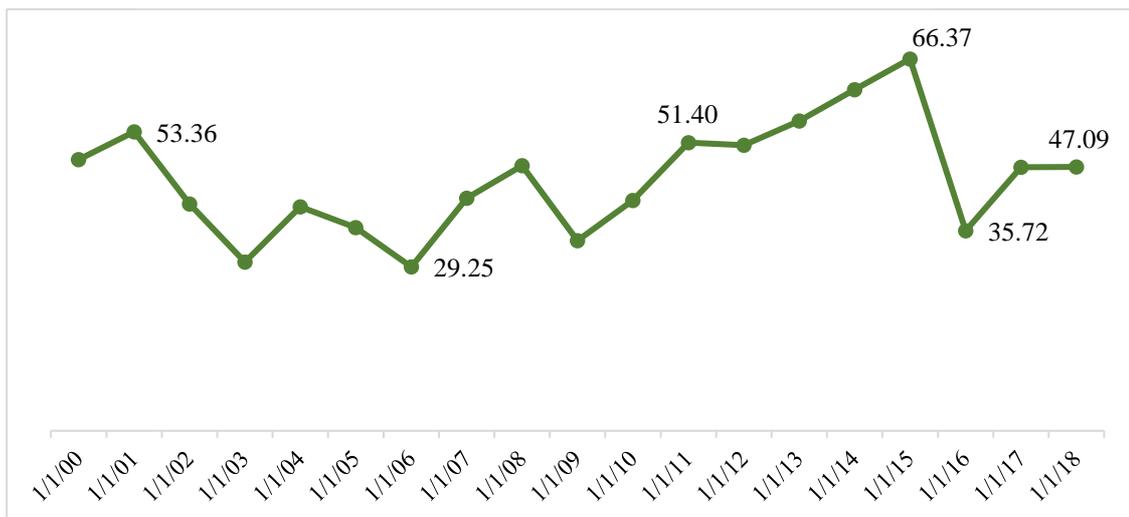
Imagen I: Operaciones de Casino en Latam



Fuente: Euromonitor

En el siguiente gráfico se observa cómo evolucionó la acción de Casino Guichard Perrachon (CO.PA), donde observamos un crecimiento entre los años 2012 a 2015, llegando a su máximo de EUR 66,37 y una fuerte caída al comienzo del año 2016. Al cierre del ejercicio económico del 2017, la acción cotizaba a EUR 48,61.

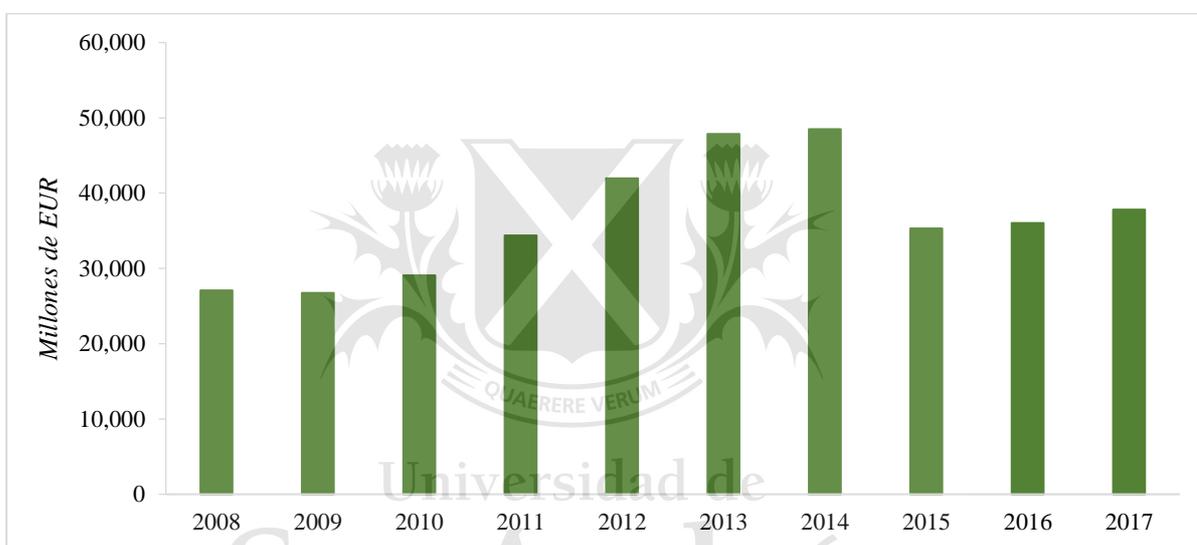
Gráfico I: Cotización Histórica CO.PA



Fuente: Yahoo Finance

Las ventas totales anuales en el ejercicio fiscal cerrado en Diciembre 2017 fueron de EUR 37.822 millones, con una CAGR de los últimos 10 años de 3,40%. Sin embargo, es de relevancia mencionar que en el año 2015 se realizó la discontinuidad de las operaciones de electrónicos en Brasil (Via Varejo y Cnova Brasil) y de las operaciones que el grupo tenía en Asia. Es por eso que observamos una gran caída en las ventas para los años 2014-2015. No se trata de una caída en el volumen, sino de una desinversión en un sector de la compañía. De esta manera, a la CAGR la podemos descomponer en dos períodos. Para el primero, 2008-2014, fue de 8,68%, mientras que, para el segundo, 2015-2017, fue de 2,32%.

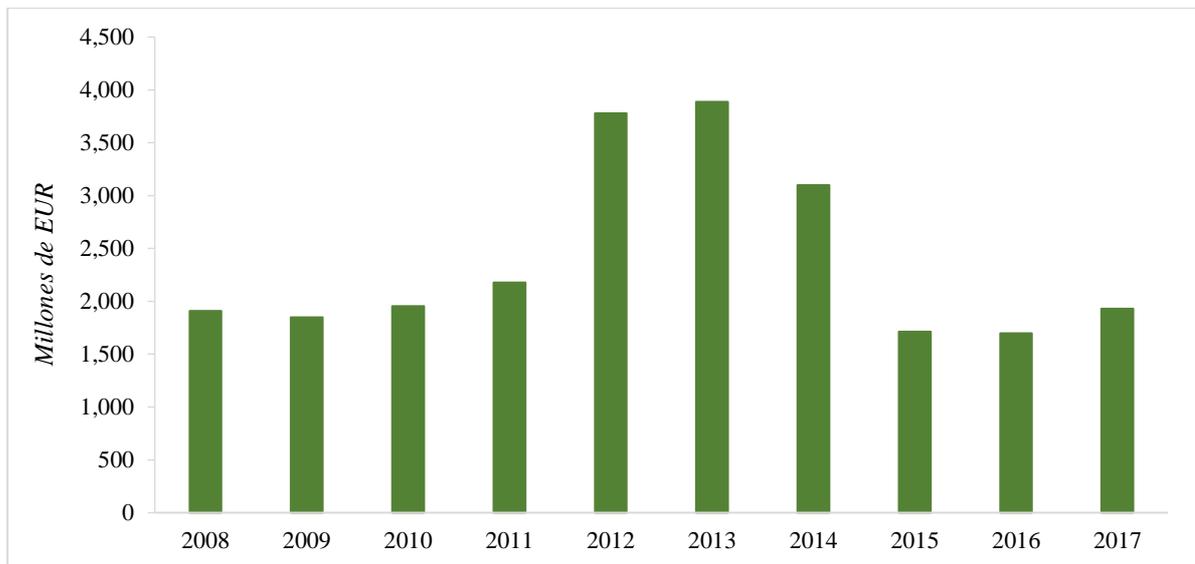
Gráfico II: Evolución de las Ventas de Casino en los Últimos 10 Años



Fuente: Elaboración propia con datos de www.groupe-casino.fr

La generación de EBITDA para este mismo período fue de EUR 1.930 millones, lo que representó un 5,1% de las ventas totales. La CAGR de los últimos 10 años fue de 0,11%, pero es necesario remarcar la situación mencionada anteriormente con respecto a las ventas. De esta manera, la CAGR fue de 7,16% para el primer período, y de 4,08% para el segundo.

Gráfico III: Evolución del EBITDA de Casino en los Últimos 10 Años



Fuente: Elaboración propia con datos de www.groupe-casino.fr

2.2 Modelo de Negocio y Estrategia

La estrategia del grupo varía de acuerdo al país y el segmento. Distinguimos tres segmentos distintos:

1. Francia – Incluye Monoprix, Supermercados Casino, Franprix, Leader Price, Geant y otras tiendas de conveniencia.
2. Latam – Incluye GPA, Éxito, Grupo Disco Uruguay y Libertad.
3. E-Commerce – Cdiscount.

- **Francia**

Este segmento representó en el 2017 un 50% de las ventas netas y un 45% del resultado operativo. Han adoptado una estrategia multi-formato con el objetivo de satisfacer las necesidades de los distintos consumidores. Una de las fortalezas de la compañía es el desarrollo y la continua innovación que realizan en sus productos de marca propia. Con esto ha logrado una mayor variedad de productos, con los que ha aumentado su competitividad a través de precios más competitivos que otorgan mejores márgenes.

Géant Casino es un hipermercado cuyo posicionamiento se basa en brindar una experiencia de compra agradable en tiendas con precios bajos. A fines del 2017, el grupo poseía 122 locales. La mayoría de ellos se encuentran en el sur de Francia, con un tamaño promedio de superficie

de 7.000m². Géant se destaca por sobre sus competidores en términos de ubicación, y adaptabilidad a las nuevas tendencias de consumo.

Leader Price es uno de los mayores jugadores de tiendas de descuento en la industria francesa. Su estrategia se basa en precios muy bajos y productos de buena calidad de marca propia. A fines del 2017, el grupo poseía 777 locales, ubicados principalmente en las áreas urbanas alrededor de Francia. El tamaño promedio de superficie se encuentra entre los 650m² y 1000m².

Monoprix es el principal minorista francés y se encuentra presente en 250 ciudades. Con un área de venta promedio de 1.700m², sus 789 tiendas se destacan por su calidad e innovación en sus productos de etiqueta privada. Una de las mayores fortalezas de estas tiendas es su ubicación privilegiada, especialmente en el centro de París.

Dentro del formato Monoprix, se pueden destacar seis distintos tipos de tiendas personalizadas para poder atender las distintas necesidades de los consumidores. Estas son: monop', monop'daily, monop'beauty, monop'station y Naturalia. Monop' se caracteriza por estar cerca del cliente, tanto en áreas residenciales como de negocios. Suelen ser espacios con una superficie no mayor a los 300m². Monop'daily ofrece una amplia gama de comidas rápidas en la forma de autoservicio. Como lo indica su nombre, monop'beauty ofrece productos de cosmética y cuidado personal. Monop'station está presente dentro de las estaciones de trenes, con días y horarios de apertura extendidos. Por último, Naturalia es una cadena de comida orgánica.

Los supermercados Casino operan en centros urbanos y áreas rurales. Con un área promedio de 1650m², se concentran en tres regiones principales: sudeste de Francia, el Valle del Ródano y las afueras de París. Su estrategia se basa en productos frescos y un fuerte compromiso con el cliente. A fines del 2017, el grupo poseía 433 locales.

Las tiendas de Franprix se basan principalmente en París. A partir del año 2004, dicho formato se ha expandido hacia otras ciudades grandes como Lyon, Marseille, Nice, Aix-en-Provence y Lille. A fines del 2017, el grupo poseía 893 locales, de los cuales 399 eran franquicias. Dichas tiendas poseen un área de venta promedio de 420m², y ofrecen una variedad de productos alimentarios tanto de marcas nacionales como marcas propias. La estrategia de dicho formato se fortaleció en los últimos años con el concepto "Mandarine", donde se trabajó para que el

cliente tenga una experiencia de compra más placentera. Otra de sus fortalezas es su programa de lealtad, el cual posee más de 2,2 millones de afiliados.

El grupo también se encuentra presente en la región del océano Índico, a través de su filial Vindémia. Esta opera en La Réunion, Madagascar, Mayotte y las islas Mauricio. Posee una estrategia multi-formato, reportando 209 locales a fines del 2017, de los cuales 99 son franquicias.

El cuadro a continuación sintetiza lo mencionado anteriormente:

Cuadro I: Formato de Tiendas en Francia
(En Nro. de Locales y m²)

	Géant	Leader Price	Monoprix	Supermercados Casino	Franprix
Nro. Locales	122	777	789	433	893
m ²	7.000	650-1.000	1.700	1.650	420

- **Latam**

Casino está presente en Brasil, Colombia, Uruguay y Argentina, a través de sus 3.050 locales. En el 2017, representaron el 45% de las ventas, y el 57% del resultado operativo. En la mayoría de estos mercados, Casino ocupa posiciones de liderazgo.

El grupo opera en Brasil, desde 1999, a través de su subsidiaria Grupo Pão de Açúcar. En los últimos años ha adaptado su posicionamiento a una estrategia multi-formato para poder atender clientes de todos los niveles socioeconómicos. Esto se encuentra en línea con el modelo de negocio establecido por Casino a nivel mundial. A fines del 2017, poseía un total de 1.009 locales. Dentro de sus formatos, se destacan los siguientes: 117 hipermercados Extra, 186 supermercados Pão de Açúcar, 188 supermercados Extra, 183 tiendas de conveniencia Minimercado Extra, 82 Minuto Pão de Açúcar, 127 Dograria Extra (concepto que hace referencia a farmacias), y 126 tiendas mayoristas Assai.

En Colombia, Casino opera desde 1999 a través de su subsidiaria Éxito, la cual es líder en el mercado. Al igual que Brasil, utiliza una estrategia multi-formato, pero se destaca por sobre ella con la presencia de formatos de E-Commerce como, éxito.com y Carulla.com. El grupo busca consolidar su presencia en las grandes ciudades, aumentar su penetración en mercados urbanos pequeños y medianos y desarrollar formatos de conveniencia. A fines del 2017, poseía

574 puntos de venta, repartidos en 114 ciudades. Dentro de sus formatos destacamos: 90 hipermercados Éxito, 81 supermercados Éxito, 81 supermercados Carulla, 92 tiendas de conveniencia Éxito Express, 19 tiendas de conveniencia Carulla Express, y 1.489 tiendas de descuento, dentro de las cuales 1.278 son franquicias. Además, actúa en el rubro inmobiliario, con 376.000 m² de espacio alquilado.

En Uruguay, es el líder del mercado local a través de sus reconocidas marcas Disco, Devoto y Géant. Estas se convirtieron en subsidiarias de Éxito en 2011. Su estrategia se basa en ubicaciones convenientes, calidad, precios accesibles y servicio al cliente. A fines del 2017, el grupo contaba con 88 locales, de los cuales destacamos 29 supermercados Disco y 24 supermercados Devoto, 2 hipermercados Géant y 33 tiendas de conveniencia Devoto Express.

En Argentina, el grupo opera desde 1998 a través de Libertad. Sus formatos varían entre hipermercados y tiendas de conveniencia como “Mini Libertad” y “Petit Libertad”. Ambos están situados fuera de la Capital, en ciudades grandes como Córdoba. A fines del 2017, la compañía poseía un total de 29 locales, de los cuales 15 eran hipermercados Libertad y 14 tiendas de conveniencia Mini Libertad.

- **E-Commerce**

A través de su plataforma Cdiscount, el grupo posee 9 millones de clientes activos a los cuales ofrece una amplia gama de productos y métodos de pago y entrega. En el año 2017, el aumento del tráfico fue del 12%, y las ventas del E-Commerce representaron un 5% de la facturación total del grupo. Orgánicamente, con respecto al 2016, creció un 8,7%.

Destacamos la alianza en Noviembre del 2017 con Ocado Solutions, líder mundial en comercio electrónico de productos alimenticios. Para el año 2020 se planea abrir el primer almacén de entrega bajo el método de Ocado.

- **Otros Negocios**

El grupo también actúa en el rubro inmobiliario a través Mercialys (participación del 40.24%), desarrollando y operando centros comerciales. En Francia, posee un portfolio de 3,9 billones de euros. En el resto del mundo, posee 1.015.000 m², de los cuales 57% son en Colombia, 26% en Brasil y 17% en Argentina.

2.3 Posicionamiento

Casino es uno de los principales minoristas mundiales de alimentos. La estrategia multi-formato de la compañía fuertemente orientada hacia los formatos de conveniencia no solo atrae a una amplia base de clientes, sino que también permite a la compañía obtener una participación de mercado significativa a medida que este gana popularidad. Sin embargo, la intensa competencia en la industria minorista genera presiones sobre los precios y podría afectar los márgenes de ganancia de la empresa.

A continuación, podemos observar una tabla donde se muestran las compañías líderes del sector a nivel mundial:

Cuadro 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%
Casino Guichard	Bajista	10	11	12	13	1.0%

Fuente: Euromonitor

2.4 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 (como bien lo indican sus siglas). Tiene como foco identificar los factores externos e internos que son favorables y desfavorables para el logro de los objetivos de una compañía. De esta forma, las fortalezas y debilidades son las características propias del negocio que les dan una ventaja o desventaja con respecto a los demás. Mientras que las oportunidades y las amenazas son factores en el entorno que podrían ser explotados para generar beneficios, o bien podrían causarle problemas a la compañía.

En el caso de Casino Groupe, este análisis nos permitirá verificar si su estrategia para enfrentar la rivalidad que existe en Francia y tener un mayor crecimiento en Latam es posible. La figura a continuación, nos permite observar un resumen del FODA de la empresa:

Figura I: FODA Casino Groupe

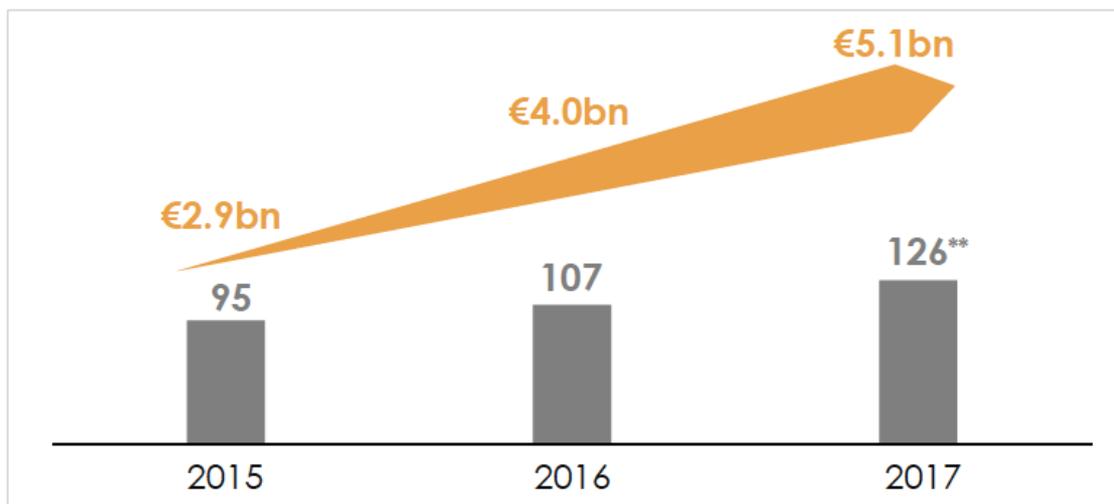


Fuente: Elaboración propia con datos de MarketLine y Euromonitor

i- Fortalezas

Una de sus mayores fortalezas es la posición de liderazgo que Casino tiene en Brasil y Colombia. GPA es la cadena de tiendas minorista y distribuidora más grande de Brasil. En el 2017 el enfoque se puso en el desarrollo de las tiendas “cash and carry” (también mencionadas previamente como tiendas mayoristas), con resultados excelentes. Obtuvieron un crecimiento orgánico del 28%, y representaron el 41% de las ventas de GPA; un 6% más que el año anterior. Esto demuestra el buen posicionamiento de la marca en el país, y más aún el potencial de crecimiento que posee. A continuación, se puede observar el siguiente gráfico, donde se muestra la evolución en el número de tiendas “cash and carry”, y las ventas netas que estas generaron:

Grafico IV: Evolución de las Ventas Netas y el Número de Tiendas “Compra y Llévate” en Brasil



Fuente: Casino "Full Year Results 2017"

Por otro lado, en un entorno de desaceleración económica e inflación más baja, el Grupo Éxito en Colombia aun así obtuvo buenos resultados en el 2017. Más precisamente, el crecimiento orgánico fue de 1,2% para ese año.

Otra de sus fortalezas es la diversificación en su portafolio. El grupo opera a través de distintos formatos, como hipermercados, supermercados, tiendas de descuento, tienda en línea y, por lo tanto, es capaz de ofrecerle al cliente distintas alternativas a la hora de efectuar una compra. De esta manera, logra una mayor penetración de mercado abarcando distintos grupos de consumidores. A modo de ejemplo, podemos resaltar el concepto "Mandarine" en las tiendas de Franprix, que se basa en tiendas amigables, de calidad y fáciles de usar. Otro caso es el concepto de monop' beauty, que se dirige tanto a hombres como a mujeres que son conscientes de la belleza y ofrece una amplia selección de las mejores marcas y etiquetas alternativas que generalmente se encuentran en farmacias. También, a través de Naturalia, Casino ofrece una amplia gama de productos orgánicos y naturales.

Hoy en día, las tiendas de conveniencia son una ventaja competitiva clave para Casino 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.

Junto con Casino, Monoprix y Leader Price, la compañía ha construido una sólida cartera de etiquetas privadas que representan la mayor parte de sus productos surtidos. La cartera de

etiquetas privadas de la compañía cubre amplias gamas de productos diseñados para cumplir las necesidades individuales del consumidor. La gama incluye Casino Delice para los amantes de la comida gourmet, Casino Bio para consumidores que buscan productos orgánicos y Casino Bien Pour Vous para consumidores con necesidades de dietas especiales, como productos sin gluten. En el último tiempo, las marcas privadas se han vuelto una alternativa atractiva a la hora de reducir gastos, por lo que se observa una oportunidad para continuar con la fidelización del cliente. Además, como los productos de marca privada tienen mayores márgenes, la rentabilidad general de la empresa también mejora.

ii- Debilidades

Si bien el grupo está fuertemente consolidado en el territorio francés, esta industria es altamente competitiva, lo que dificulta la estrategia de ganar participación de mercado. Casino posee un 11,6% de participación de mercado, y es el número cuatro en el país por detrás de Leclerc, Carrefour e Intermarche. Casino generó el 50% de sus ventas netas de 2017 en Francia, un mercado abarrotado y lento que se ha caracterizado por la existencia de una presión extrema en los precios. Mantener la participación ha sido un desafío. Para ilustrar, en los últimos tres años su participación de mercado osciló entre el 11,2% y el 11,6%.

La compañía carece de una escala de operaciones favorable en comparación con sus competidores. Casino compite con empresas como Carrefour, que son muy grandes en términos de escala de operaciones e ingresos. En el año 2017, los ingresos totales de Carrefour fueron de 80.975 millones de euros, mientras que Casino registró ingresos por 37.822 millones de euros. A fines del 2017, Carrefour operaba aproximadamente 12.300 tiendas en Europa, América Latina y Asia. Mientras que, Casino operaba un total de 12.271 tiendas en Francia, América Latina y la región del Océano Índico. Si bien poseen prácticamente la misma cantidad de tiendas, la facturación de Casino es menos de la mitad que la de Carrefour. Esto significa que los ingresos generados por cada tienda de Casino son significativamente más bajos que los de Carrefour.

iii- Oportunidades

Si bien Casino es el número uno en Brasil, observamos que hay un mercado potencial 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. Más aún, los ingresos disponibles aumentarán durante el plazo de recuperación. Casi dos tercios de los hogares habían alcanzado

la afluencia de la clase media (USD10.000 +) antes de la recesión. Observamos que una de las mayores oportunidades de crecimiento en Brasil está en los consumidores rurales y periurbanos desfavorecidos.

Casino también está bien posicionado para aprovechar el creciente mercado del comercio electrónico en Europa. De acuerdo a MarketLine, el mercado minorista en línea en Europa creció un 12,2% en 2015 para alcanzar un valor de USD 210,2 mil millones. Para 2020, se espera que el mercado minorista en línea europeo tenga un valor de USD 353,9 mil millones, un aumento del 68,4% desde 2015. En comparación, el sector minorista en línea en Francia creció con una CAGR de 11%, durante el mismo período, para alcanzar un valor de USD 29,4 mil millones en 2015. Se pronostica que alcanzará un valor de USD 49,4 mil millones, un aumento del 10,9% desde 2015. Atractivos ahorros en costos, junto con una mayor conveniencia del comercio minorista en línea están impulsando este crecimiento.

Más aun, es de vital importancia mencionar la alianza estratégica que Casino realizó con Ocado a fines del 2017. Su plataforma cuenta con ventajas tecnológicas que le permite ofrecer una mayor variedad de productos con menores costos, y una mayor efectividad en las entregas a domicilio. El principal beneficiario de dicha alianza será Monoprix.fr.

Otro mercado en donde observamos una oportunidad para Casino es Argentina. A través de la cadena de tiendas minoristas Libertad, el grupo es líder en la ciudad de Córdoba. Creemos que es posible una expansión hacia otras grandes ciudades de relevancia donde aún no poseen presencia (fuera de Buenos Aires).

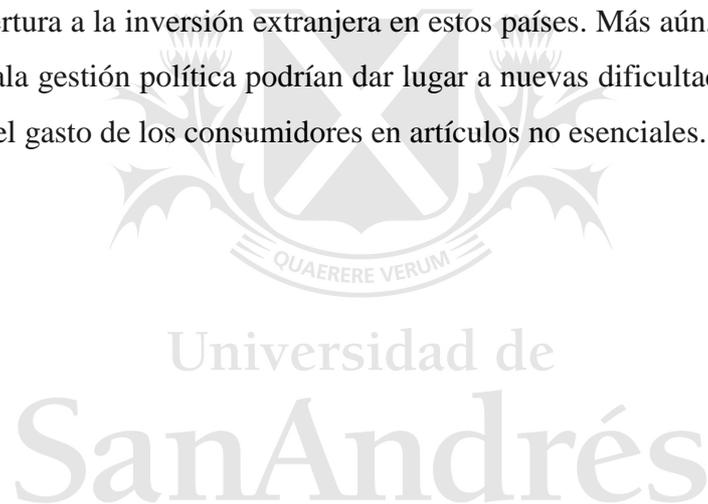
iv- Amenazas

Una de las mayores amenazas se presenta en la industria francesa, donde hay mucha competencia, la cual puede derivar en un deterioro de los márgenes de Casino. La estrategia de Casino de colocar precios bajos siempre que sea posible en Francia sigue generando resultados, pero a largo plazo podría socavar el crecimiento y los márgenes.

Según Eurostat, los costos laborales por hora en Europa aumentaron en un 1,5% y un 1,7%, respectivamente, en el primer trimestre de 2017, en comparación con el mismo trimestre del año anterior. Con la mayoría de las empresas del grupo concentradas en Europa, Casino está expuesto a estos crecientes costos laborales, que afectan su margen de ganancia.

Otra de las grandes amenazas del grupo es la exposición a las fluctuaciones en el tipo de cambio, debido a su diversificación geográfica. Por ejemplo, las fluctuaciones en los tipos de cambio tuvieron un impacto negativo de 3,2% en las ventas netas en 2016. Tales fluctuaciones en los tipos de cambio de divisas pueden afectar negativamente las ganancias de Casino y sus márgenes. La política de Casino con respecto a esto es cubrirse de las altas exposiciones presupuestadas, a través de instrumentos que posean el mismo vencimiento que las transacciones subyacentes. Al igual que en 2017, se esperan para 2018 condiciones desfavorables en Brasil y Argentina, mayormente en este último.

Si bien vemos a Brasil como un potencial mercado para el crecimiento, hay algunas limitaciones en base a eso. En primer lugar, se espera que Brasil tenga una elección general en octubre de 2018. Cualquier cambio significativo del status quo podría poner en peligro el progreso de la reforma y la apertura a la inversión extranjera en estos países. Más aún, los disturbios internos en curso y la mala gestión política podrían dar lugar a nuevas dificultades económicas, lo que podría disuadir el gasto de los consumidores en artículos no esenciales.



3. Análisis de la Industria

3.1 Principales Características

Se define como la actividad de supermercados y tiendas de almacén minorista, al segmento que ofrece bienes de consumo en forma de autoservicio, tanto de productos alimenticios como no alimenticios, como, por ejemplo, artículos de higiene, perfumería y limpieza.

La industria de alimentos minoristas es extremadamente grande. A nivel mundial, posee una capitalización de mercado de USD 23,5 trillones, la cual representa el 30% del PBI mundial. Sin embargo, el mercado crece relativamente lento, a una tasa de 3,4%, en donde la mayoría del crecimiento proviene del comercio minorista en línea.

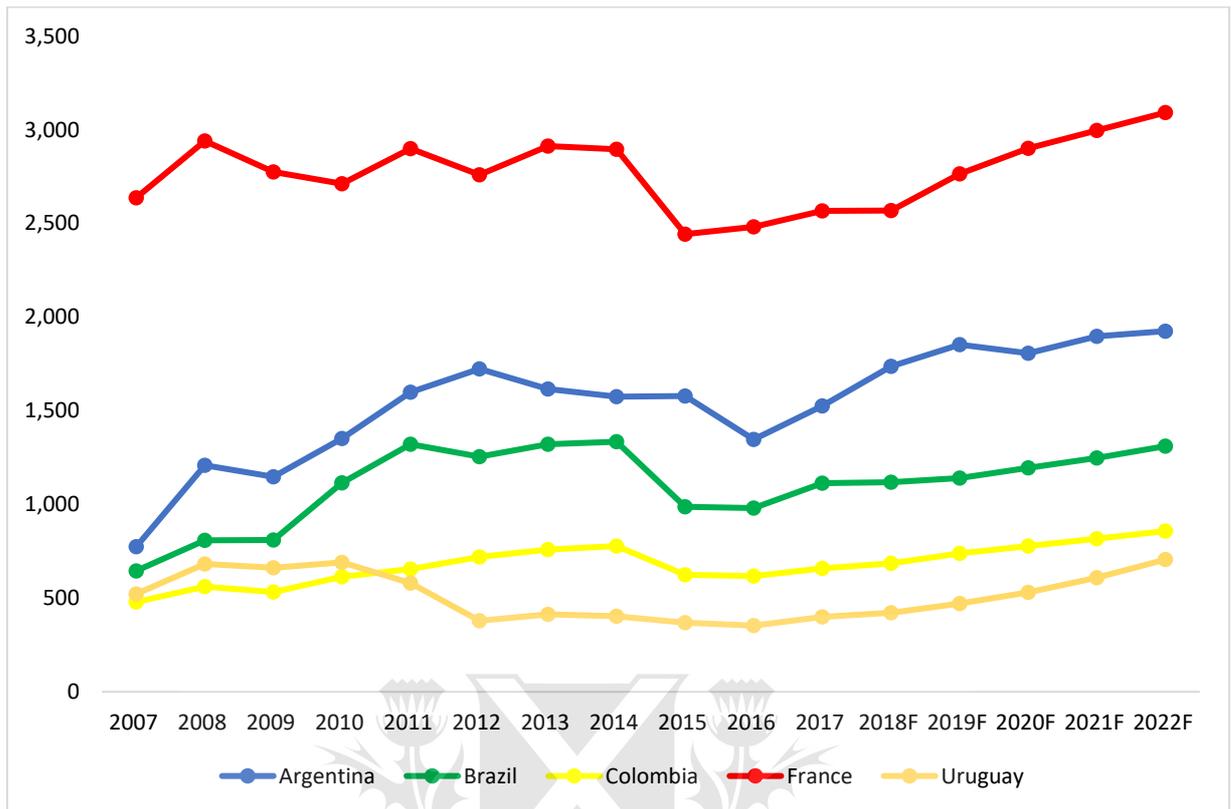
Se trata de una industria concentrada, con gran cantidad de participantes, barreras de entrada moderadas. La barrera de entrada de mayor preponderancia en esta industria son las economías de escala. Estas se refieren a los costos reducidos por unidad que surgen del aumento de la producción total de un producto. Si bien es una industria con gran cantidad de participantes, los que logran trabajar con economías de escala son pocos, y por eso es que decimos que es una industria bastante concentrada. Aquellos que logran esto, obtienen también un mayor poder de negociación con los proveedores/distribuidores, y por lo tanto logran otra ventaja competitiva sobre los nuevos participantes que quieren ingresar a la industria.

Otro factor importante, son los requerimientos de capital. Tanto la inversión inicial como las necesidades de inversión en CAPEX que se necesitan desembolsar a lo largo de la vida útil del negocio, son altas. Es una industria donde es necesario un alto grado de inversión, para poder seguir innovando y creciendo, y así de esta manera capturar mayor participación de mercado.

3.2 Tendencias de la Industria

En términos de gasto en alimentos per cápita, dentro de los países en los que Casino tiene concentradas sus operaciones, Francia lidera el podio. El promedio de los últimos 10 años fue de USD 2,730 anuales per cápita, frente a un promedio de USD 900 anuales per cápita para los países de América Latina. Dentro de Latam, el país que mayor consumo per cápita registró fue Argentina, con un promedio de USD 1,400, aproximadamente la mitad que Francia. El gráfico a continuación ilustra lo mencionado previamente.

Gráfico V: Gasto en Alimentos Per Cápita



Fuente: EMIS

En cuanto a las proyecciones, en términos generales observamos una tendencia alcista para todos los países. Para Francia se espera un promedio de 3,8%, con un fuerte crecimiento en el 2019 y 2020. Dentro de América Latina, el país que mayor crecimiento proyectado espera es Uruguay, con un promedio de 12%. Dicho crecimiento será gradual y cobrará mayor fuerza en los últimos dos años. Para Argentina, Brasil y Colombia, los crecimientos promedios que se estiman son de 4,9%, 3,3% y 5,4% respectivamente.

Nos encontramos frente a una industria que se encuentra en un proceso de transformación, ante el avance de la tecnología y los cambios en los hábitos del consumidor. Los formatos de tiendas tradicionales se ven forzadas a reinventarse y con ello las empresas a modificar sus modelos de negocios. En los últimos años, el formato que más ha crecido es el E-Commerce, tal como se puede evidenciar en la imagen a continuación.

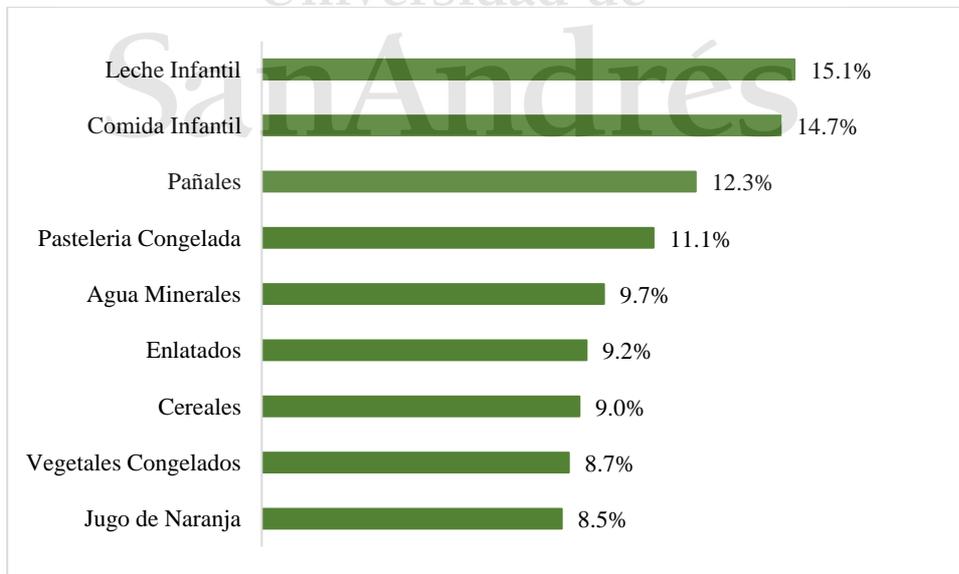
Imagen II: Crecimiento Global Anual del 2017



Fuente: Kantar

El crecimiento del formato E-Commerce se debe a la necesidad de conveniencia del consumidor. Los hábitos cambiaron, y hoy en día la gente prioriza su tiempo, antes que nada. Justamente la facilidad de recibir en su casa el pedido con simplemente pulsar un botón es lo que lo hace tan atractivo. El prototipo de consumidor en este formato son las familias jóvenes con hijos pequeños. Los productos que encabezan la lista de compras son artículos para el cuidado personal y productos de bebé. Por ejemplo, en Francia, las compras registradas en comida para bebés fueron tres veces superiores a cualquier otro alimento. El gráfico a continuación refleja la situación mencionada:

Gráfico VI: Consumo de Productos E-Commerce en Francia



Fuente: Kantar

En términos concretos, en el 2016 aumentó un 30% y en el 2017 un 15%. Hoy en día el E-Commerce representa un 6% del gasto realizado en FMCG. Se trata de una industria fragmentada, donde aproximadamente el 70% del mercado está representado por China, Japón y Estados Unidos. Le siguen Reino Unido y Francia con un 12% y 8%, respectivamente. Sin embargo, este segmento se está expandiendo a nuevos mercados. En el 2016 fue posible observar un crecimiento en Tailandia del 104%, en Malasia del 88% y en Vietnam del 69%. Con respecto a Latam, nos encontramos frente a la región donde E-Commerce posee la menor participación de mercado (0,2%). Una de las barreras más preponderantes es la falta de confianza por parte de los consumidores. Muchos de ellos no se sienten cómodos compartiendo sus datos personales o bancarios. Sorprendentemente, dentro de la región, Argentina es el país donde más se utiliza este formato de compra.

El ritmo de crecimiento de las ventas del sector FMCG en Latam viene cayendo año a año. El crecimiento en el año 2009 fue de 8%, mientras que en el 2016 fue de 2,6% y en el 2017 de 1,7%. En este último año, los únicos países que registraron crecimiento fueron Bolivia, América Central y Brasil; este último un 4%. Sin embargo, puede objetarse que dicho crecimiento se debió a un recupero de la crisis económica que el país atravesó en los últimos años. En este país, predomina el crecimiento de las tiendas Cash and Carry, y la elección de marcas privadas por sobre productos premium. En Argentina, por ejemplo, se están priorizando otros gastos como el gas y la electricidad, dado los aumentos de las tarifas y de la inflación, sin un aumento equivalente en los sueldos, y por lo tanto una disminución en el poder adquisitivo de las personas. En Colombia, la caída en el crecimiento del sector FMCG muestra signos de recuperación, principalmente en las tiendas de descuento y los hipermercados.

Para el año 2025 se estima que el segmento de FMCG E-Commerce tendrá un valor de 170.000 millones de dólares, y una participación de mercado del 10%, en donde China y Corea del Sur serán los líderes. Puntualmente, se espera que el mercado chino triplique su valor gracias a la rápida difusión que permite la tecnología móvil. En cuanto a Estados Unidos, se espera un crecimiento del 8% en dicho mercado, influenciado por los nuevos modelos de envío como “click and collect”. En Europa, se espera que Francia alcance un valor del 11%, impulsado por el deterioro de los hipermercados. Se espera que el crecimiento provenga de las grandes ciudades como París, Marsella y Lyon. Por último, en cuanto a Latam, el mayor crecimiento de este segmento se dará en ciudades como Buenos Aires, San Pablo y Ciudad de México.

Puntualmente en Argentina y Brasil se prevé una participación de mercado del 5% y 3% respectivamente.

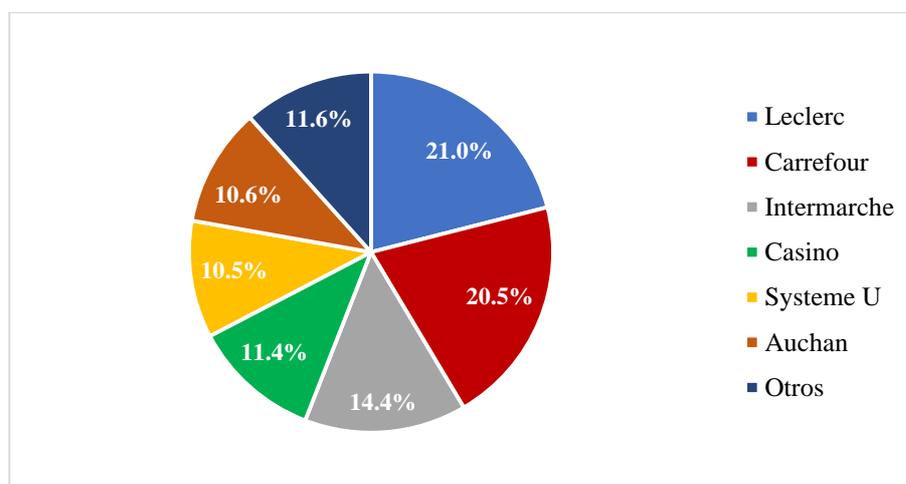
3.3 Composición del Mercado

Estamos frente a una industria muy competitiva, con un gran número de participantes fuertes. Dado los mercados en los que opera Casino, nos focalizaremos en la industria francesa y en los países de Latinoamérica que tiene presencia.

Con respecto a Francia, la capitalización de mercado para la industria minorista de alimentos es de USD 5,5 trillones. El mercado minorista de Francia continúa en una etapa de crecimiento estable y bajo, con un aumento del 2% del valor total en 2017, pero con proyecciones de mejoras para este año.

Esta industria se caracteriza por tener un alto nivel de concentración. Las seis principales empresas del sector poseen aproximadamente el 90% de la facturación, y solamente las primeras dos empresas, poseen más del 40%. El mercado minorista de alimentos en Francia está dominado por el Grupo Leclerc y el grupo Carrefour, 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. Carrefour, sin embargo, es la marca de comida francesa más valiosa. A continuación, podemos observar un gráfico con los principales jugadores de esta industria y su participación de mercado a finales del 2017:

Gráfico VII: Participantes en la Industria Francesa



Fuente: Kantar

El sector minorista de Brasil está fragmentado y presenta una competencia cada vez mayor, tanto en el ámbito nacional como en el extranjero. Esta industria viene de atravesar una recesión económica en los últimos años, marcada por la alta inflación, el desempleo y caída de los ingresos. Uno de los formatos beneficiado durante dicha recesión fue el de Cash and Carry, justamente por sus precios bajos. De tal manera, en los últimos años se observa un rápido crecimiento de los formatos de supermercados modernos, captando de esta forma participación de mercado que poseían los formatos tradicionales. La industria se encuentra liderada por Atacadao (Grupo Carrefour), seguido de Grupo Pao de Azucar (Casino Groupe) y Walmart Brasil. Otros participantes de relevancia son: Lojas Americanas, Raia Drogasil y Grupo Boticario.

Con respecto a Colombia, estamos frente a una industria que se encuentra en una etapa de constante crecimiento, la cual se estima que continuará en el período de pronóstico. En 2015 creció un 4,1% para alcanzar un valor de USD 42.237,4 millones. Para el 2020, se pronostica que tendrá un valor de \$ 52.341,3 millones, lo cual representaría un aumento del 23,9% desde 2015. Gran parte de este crecimiento se debe a la expansión del sector minorista moderno en el país, el aumento de la urbanización y el aumento de los ingresos. Como en el resto de los mercados, se trata de una industria con un alto nivel de competencia debido al limitado nivel de diferenciación del producto y los costos de cambio insignificantes del consumidor. Puntualmente, en el año 2016, las ventas de los primeros tres jugadores de la industria representaron un 19% del mercado, comparado al 14,1% que poseían en 2011. Para dicho período (2011-2016), las ventas de los tres primeros jugadores crecieron a una CAGR de 11,6%, mientras que el mercado en sí lo hizo a una CAGR de 5.9%. En primer lugar se encuentra el Grupo Éxito (Casino Groupe), con una participación de mercado del 10.4%. Le sigue Supertiendas y Droguería Olímpica (Colombia) y Cencosud (Chile), con un 4,9% y 3,7%, respectivamente, de participación de mercado en el año 2016. Otros jugadores de relevancia son Koba Colombia (Panamá) y Almacenes La 14 (Colombia).

La industria minorista de Argentina se caracteriza por tener un nivel de competencia moderado, en donde pocas grandes empresas privadas tienen una participación de mercado importante en los canales más relevantes. Los participantes más relevantes son: Carrefour, Jumbo Retail (subsidiaria de Cencosud), Coto CIC SA, Importadora y Exportadora de la Patagonia SA. En los últimos años se observó una tendencia a la disminución de la concentración en el sector.

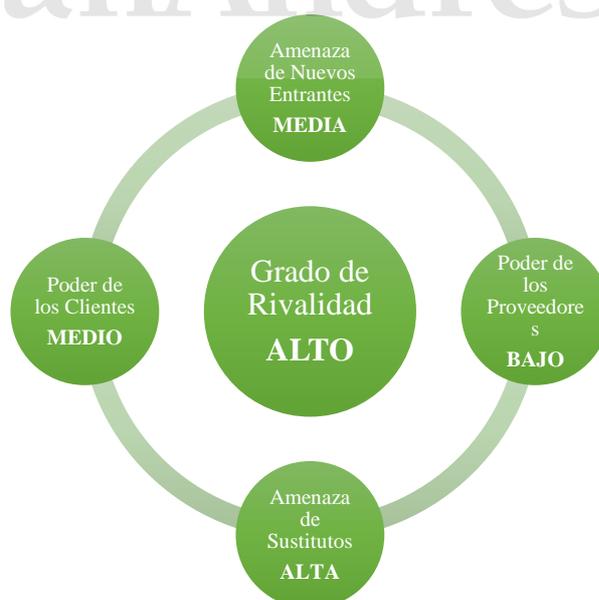
Entre el 2011 y el 2016, los ingresos de las nueve mayores del sector pasaron de representar un 39,6% a un 36,4%. Esto se explica en gran medida por el rápido crecimiento de las ventas minoristas en línea, que consumen participación de mercado del comercio minorista tradicional. El comercio minorista en línea en Argentina presenta baja concentración. Mercado Libre es la compañía más grande y en 2016 tuvo una participación de 3,8%.

En cuanto a Uruguay, el mercado es liderado por Ta-Ta, el cual recientemente adquirió Multi Ahorro, convirtiéndolo en la mayor cadena de comercio minorista. Tiene presencia en Montevideo y todo el resto de los departamentos. Este se encuentra seguido por Devoto y Disco, en segundo y tercero lugar, ambos pertenecientes a Casino Groupe. Si bien las ventas en esta industria son lideradas por los supermercados y los hipermercados, en los últimos años se observa un gran crecimiento de las tiendas de conveniencia, lo cual forzó a los jugadores principales a incorporar estos formatos. Ejemplos de este tipo son: Ta! (Ta-Ta) y Devoto Express (Devoto).

3.5 Las Cinco Fuerzas de Porter

El modelo desarrollado por Michael Porter, permite analizar e identificar las cinco fuerzas que dan forma a cada industria, y ayuda a determinar las fortalezas y debilidades de la misma. A continuación, un esquema del modelo para la industria analizada:

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



Fuente: Elaboración propia con datos de MarketLine y Euromonitor

- **Amenaza de nuevos entrantes → Media.** Como vimos anteriormente, es una industria que se caracteriza por operar grandes volúmenes y economías de escala, y lograr esto para un nuevo participante puede ser difícil. Más aun, hay otros factores a tener en cuenta como los requerimientos de capital, acuerdos con proveedores, regulaciones, entre otros.
- **Amenaza de productos sustitutos → Alta.** Hay una gran variedad de productos en el mercado, lo que le permite al consumidor poder cambiar de uno a otro sin costo alguno prácticamente. Más aún, los nuevos comercios en línea, como Amazon, están ganando territorio dentro de la industria y se están volviendo muy populares.
- **Poder de los clientes → Medio.** Como bien mencionamos anteriormente, hay una gran variedad de productos y participantes en el mercado, lo que se traduce en muchas opciones para elegir para el cliente basadas en factores como el precio o preferencia personal. Más aún, los costos por cambiar de producto son prácticamente nulos. Cabe mencionar, que poseen un débil poder de negociación en el caso de buscar un mejor precio.
- **Poder de los proveedores → Bajo.** Hay una gran cantidad de proveedores en el mercado, con un bajo poder de negociación contra los supermercados minoristas. Es relativamente fácil cambiar de proveedor, salvo en casos como productos de marcas premium.
- **Grado de rivalidad → Alto.** Todos los factores mencionados anteriormente, contribuyen a una industria en donde la competencia es intensa. La rivalidad se da principalmente en el segmento minorista de bajos precios, en donde los competidores reaccionan rápidamente a los cambios en los precios de los productos. Si nos enfocamos en los territorios en donde Casino opera, con respecto a Francia, la competencia es muy alta, ya que hay grandes jugadores como Carrefour, Auchan, Leclerc, ITM. Con respecto a Latinoamérica, la competencia no es tan fuerte como en Francia, pero es probable que también exista una guerra de precios entre los participantes existentes.

A modo de resumen, podemos decir que nos encontramos frente a una industria con un alto grado de rivalidad, amenazas de tanto sustitutos como nuevos entrantes, y un mediano poder de compra. Esto nos permite explicar los bajos márgenes que logran los principales participantes, los cuales la vuelven aún menos atractiva.

4. Análisis Financiero

4.1 Estado de Resultados

Al observar los Estados de Resultados de la empresa (Ver Anexo I y Cuadro III) encontramos la siguiente situación:

Cuadro III: Aspectos Financieros Destacados del EERR
(Expresados en Millones de EUR y % Sobre Ventas)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	41.971	47.870	48.493	35.312	36.030	37.822
Margen Bruto	25,84%	25,53%	24,94%	24,07%	24,05%	24,13%
EBITDA	2.853	3.337	3.191	1.689	1.697	1.930
EBITDA Margen	9,00%	8,12%	6,39%	4,85%	4,71%	5,10%
EBIT	2.003	2.326	2.230	997	1.034	1.242
EBIT Margen	6,34%	5,94%	4,30%	2,84%	2,87%	3,28%

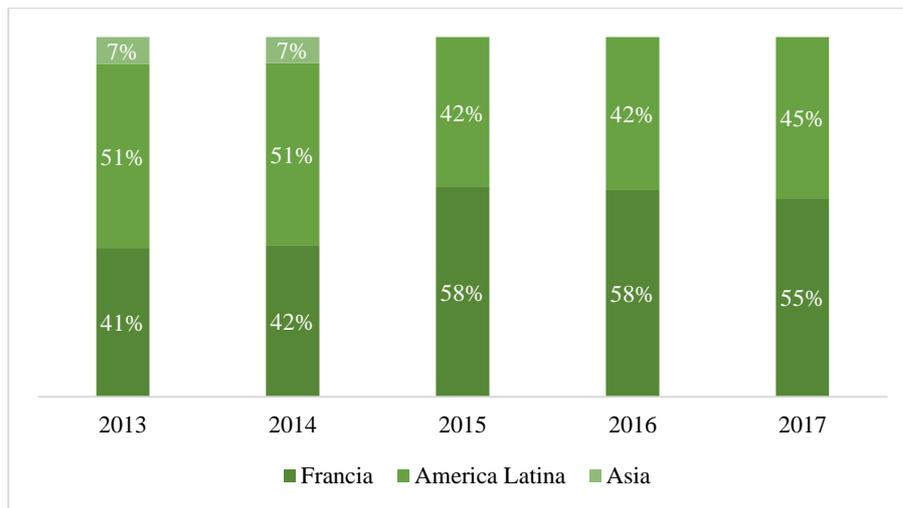
Fuente: Casino Consolidated Financial Statements

En 2012 y 2013 vemos un aumento significativo de las ventas, alrededor del 14,3%. A nivel internacional, el crecimiento de las ventas orgánicas se aceleró, gracias a una estable tasa de desarrollo en todos los mercados internacionales del Grupo, frente a una desaceleración de la inflación.

Las ventas de Casino aumentaron hasta 2014, seguidas por una disminución en 2015 del 27%. Esto se debió a que los estados financieros del 2015 se ajustaron y no incluyen las operaciones discontinuadas de E-Commerce (Via Varejo & Cnova) en Brasil y las operaciones del Grupo en Asia. Además, hubo un impacto negativo del tipo de cambio. En comparación con 2014, en promedio, el real brasileño cayó un 15,7% y el peso colombiano cayó un 13% frente al euro.

A continuación, un gráfico que nos permite observar las ventas de Casino por región geográfica:

Gráfico VIII: Ventas por Región Geográfica



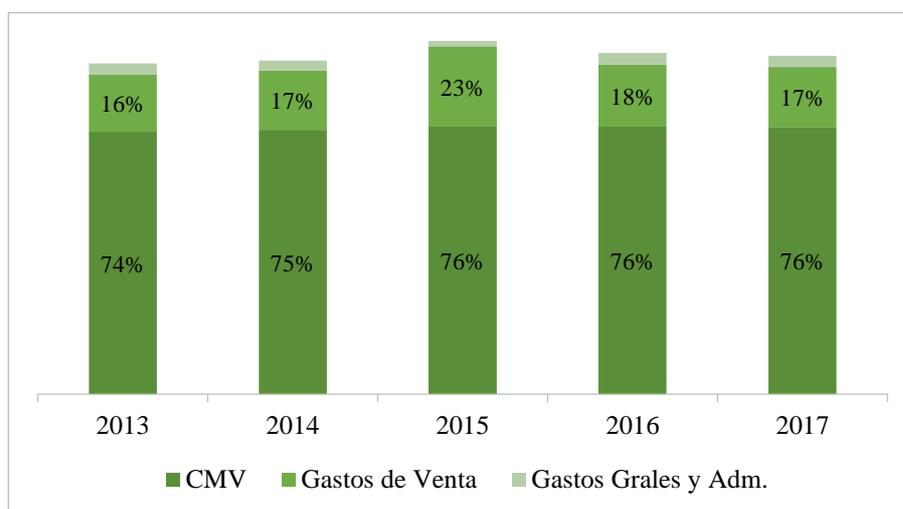
Fuente: Casino Consolidated Financial Statements

Francia es el principal mercado de Casino y el cual aportó más del 50% de las ventas en los últimos tres años. En 2015, como mencionamos previamente, el grupo se desprendió de sus operaciones en Asia y el comercio electrónico en Brasil. Eso explica la caída del 9% en Latam, y el incremento del 16% de la participación de Francia en las ventas del grupo.

Con respecto al margen bruto, si bien las ventas caen, los valores no fluctúan demasiado, por lo que es posible observar que los costos de ventas caen en una proporción muy similar. Cabe mencionar que los valores de referencia para la industria se encuentran entre 20% y 25%. Si bien los márgenes de Casino descendieron, su valor sigue siendo bueno.

En relación a los costos, la situación es la siguiente:

Gráfico IX: Detalle de Costos (% de Ventas)



La variación que estos han tenido a lo largo de los años como porcentaje de las ventas es muy pequeña. Los promedios de los mismos sobre las ventas son:

- Costos de mercaderías vendidas – 75%
- Gastos de venta – 18%
- Gastos generales y administrativos – 3%

Tanto el EBIT como el EBITDA han ido aumentando año a año, proporcionalmente a las ventas. En el último año, el EBITDA aumentó en un 13,73%, mientras que el EBIT lo hizo en 20,12%. Es importante desglosar el EBIT por región geográfica para tener una mayor claridad de su distribución:

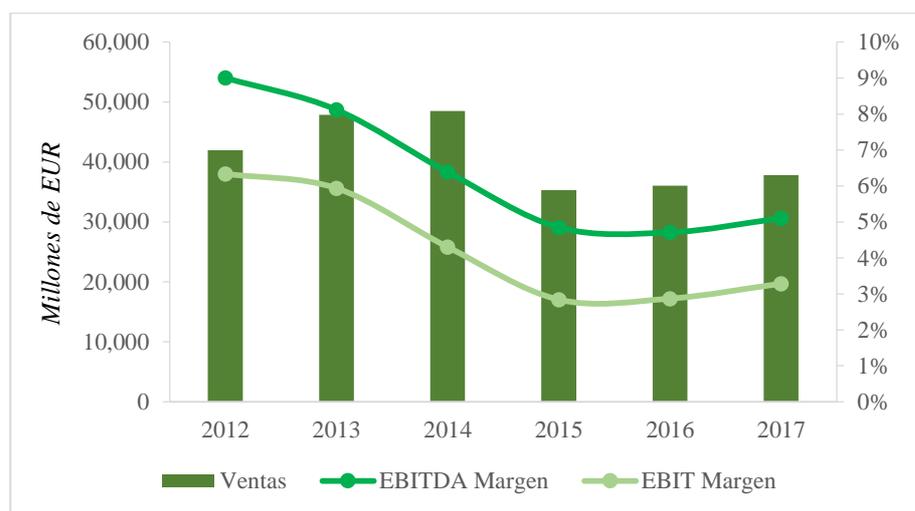
Cuadro IV: EBIT por Región Geográfica
(Expresado en Millones de EUR)

	2016	2017	% Variación
Francia	508	556	9.45%
América Latina	538	713	32.53%
E-Commerce	(11)	(27)	145.45%
Total	1,035	1,242	20.00%

Fuente: Casino Annual Report

Parte del aumento del EBIT se debe a la apreciación del peso colombiano y el real brasileño, los que contribuyeron en un 3,4%. Con respecto a Francia el aumento del EBIT fue del 9,5%, debido principalmente a un aumento de la rentabilidad en Geant, y excelentes resultados de Franprix y Monoprix. En Latam, el aumento fue del 33%. Si bien los resultados operativos de Éxito decrecieron, GPA reflejó un gran aumento. El gráfico a continuación nos permite observar detalladamente la relación entre las ventas, el margen de EBITDA y el margen de EBIT para los años 2012-2017.

Gráfico X: Ventas, EBITDA y EBIT Margen 2012-2017



Fuente: Casino Consolidated Financial Statements

El promedio de los márgenes de EBITDA para la industria suele encontrarse entre 3% y 5%. Casino supo tener márgenes extraordinarios. Si bien ahora decrecieron, siguen estando dentro de la media.

Con respecto a la ganancia neta de Casino, para el año 2017 fue de EUR 120 millones. Este número se encuentra muy cerca de la mediana entre los principales competidores, y por encima de la ganancia neta que obtuvo Carrefour (la cual actualmente fue negativa). Sin embargo, con respecto a los años anteriores, el margen de la ganancia neta/ventas de Casino ha ido en declive. El cuadro a continuación como ilustración:

Cuadro V: Ganancia Neta/Ventas

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
GN/Ventas	2,53%	1,79%	0,52%	-0,12%	7,44%	0,32%

Fuente: Casino Annual Report

A continuación, un cuadro que nos permite observar las métricas de Casino y sus principales competidores, a modo de comparación.

**Cuadro VI: Aspectos Financieros Relevantes de los Principales Competidos
(Expresados en Millones de EUR y % Sobre Ventas)**

Compañía	Ventas	Ganancia Neta	EBITDA/Ventas	EBIT/Ventas	Ganancia Neta/Ventas
Carrefour SA	80,975	(362)	4.47%	0.86%	-0.45%

Casino Guichard Perrachon SA	37,822	120	5.06%	3.28%	0.69%
Distribuidora Internacional de Alimentación SA	8,621	131	5.96%	2.87%	1.52%
Jerónimo Martins SGPS SA	16,276	413	5.71%	3.55%	2.53%
Metro AG	37,140	345	4.11%	2.29%	0.93%
Ocado Group PLC	1,678	1	5.80%	1.00%	0.07%
Tesco PLC	67,206	70	4.93%	1.82%	0.10%
Wal-Mart Inc.	440,130	12,947	6.20%	4.69%	2.94%
Promedio Industria	86,231	1,726	5.28%	2.55%	1.04%
Mediana	37,481	196	5.39%	2.58%	0.81%

Fuente: Reuters

Para el año 2017, Casino muestra un %EBIT y %EBITDA un tanto inferior al promedio de la industria, pero aceptable. Es de relevancia mencionar que supera a Carrefour, ya que es su competidor principal, dado la fuerte presencia que tienen ambos en la industria francesa.

4.2 Estado de Situación Patrimonial

Los principales componentes del balance de Casino son los siguientes:

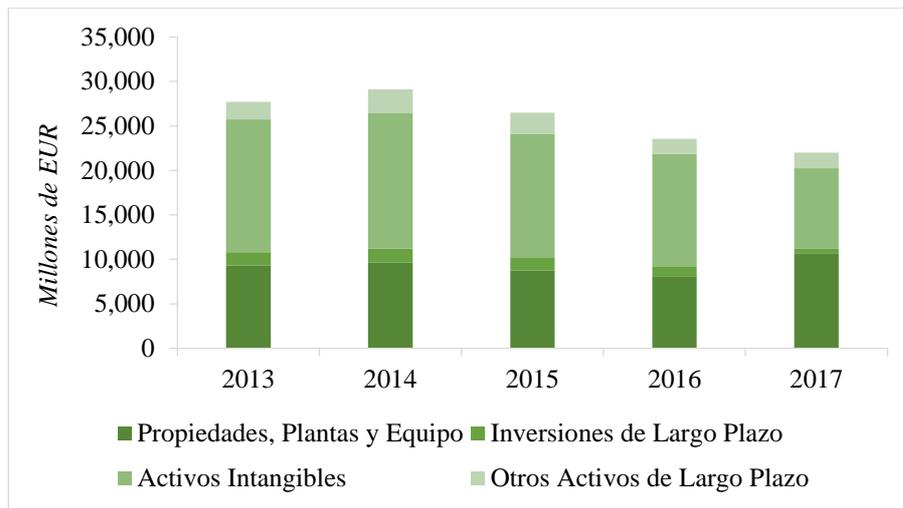
Cuadro VII: Principales Cuentas – Balance
(Expresados en millones de EUR)

	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
Activos Corrientes	13,246	16,165	13,343	18,503	16,212	4.12%
Activos No Corrientes	27,709	29,115	26,490	23,539	21,990	-4.52%
Total Activos	40,955	45,280	39,833	42,042	38,202	-1.38%
Pasivos Corrientes	13,985	17,270	14,914	17,189	15,809	2.48%
Pasivos No Corrientes	11,492	12,402	12,500	10,413	9,336	-4.07%
Total Pasivos	25,477	29,672	27,414	27,602	25,145	-0.26%
Patrimonio Neto	15,478	15,608	12,419	14,440	13,057	-3.34%
Total Pasivos y PN	40,955	45,280	39,833	42,042	38,202	-1.38%

Fuente: Casino Annual Report

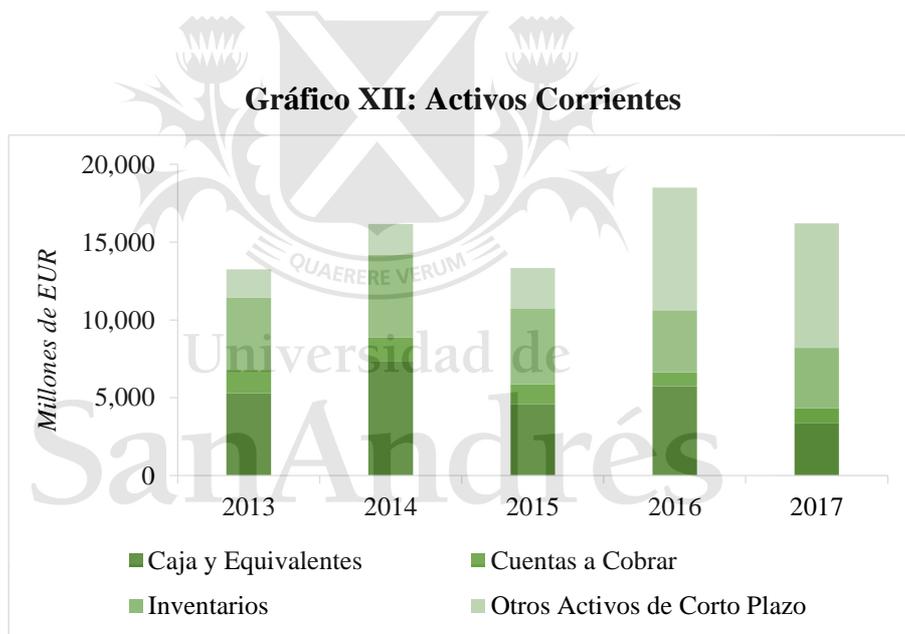
En cuanto a los activos, la CAGR para los últimos 5 años fue de -1,38%. La caída en los activos se produce mayormente en los activos de largo plazo bajo la cuenta “Activos Intangibles”, los cuales se encuentran dentro de los Activos No Corrientes. El gráfico a continuación nos permite observar en detalle la composición de estos, y la caída que sufren en los últimos dos años:

Gráfico XI: Activos No Corrientes



Fuente: Casino Annual Report

Por otro lado, al analizar en detalle la composición de los Activos Corrientes, la situación es la siguiente:



Fuente: Casino Annual Report

La CAGR para los últimos 5 años fue de 4,12%. Como observamos en el gráfico anterior, el aumento se dio principalmente en la cuenta denominada “Otros Activos de Corto Plazo”. Al analizar dicha cuenta, es posible evidenciar un aumento en la cuenta “Operaciones Discontinuas”, por lo que podemos decir con certeza que dicho aumento en los activos corrientes se produjo por la discontinuidad de las operaciones en Asia y los comercios electrónicos en Brasil.

En cuanto a los pasivos, la composición de la estructura de capital de Casino es la siguiente:

Cuadro VIII: Estructura de Capital
(Expresados en millones de EUR)

	2013	2014	2015	2016	2017
Deuda	25,477	29,672	27,414	27,602	25,145
Patrimonio Neto	15,478	15,608	12,419	14,440	13,057
D/PN Índice	1.65	1.90	2.21	1.91	1.93

Fuente: Casino Annual Report

Nos encontramos en una industria la cual tiene un ratio de D/PN promedio de 0,5. En el caso de Casino, dicho índice es aproximadamente cuatro veces mayor. En este sentido, estamos frente a una empresa con una estructura de capital muy apalancada.

Con respecto a los Pasivos No Corrientes, la CAGR de -4,07% se debe principalmente a la caída en la deuda financiera de largo plazo. Esto es parte del plan para reducir la deuda que tiene la empresa. Dicho plan ocurrió después de que los inversores criticaran el gran apalancamiento que tenía la empresa, remarcando que Casino no sería capaz de extraer de los mercados emergentes las ganancias que informaba. A continuación, un detalle de la misma:

Cuadro IX: Deuda Financiera
(Expresados en millones de EUR)

	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
Deuda Financiera Corto Plazo	2,623	4,512	2,140	2,482	1,471	-10.9%
Deuda Financiera Largo Plazo	8,516	9,222	9,594	7,733	7,219	-3.3%
Deuda Financiera Total	11,139	13,734	11,734	10,215	8,690	-4.8%

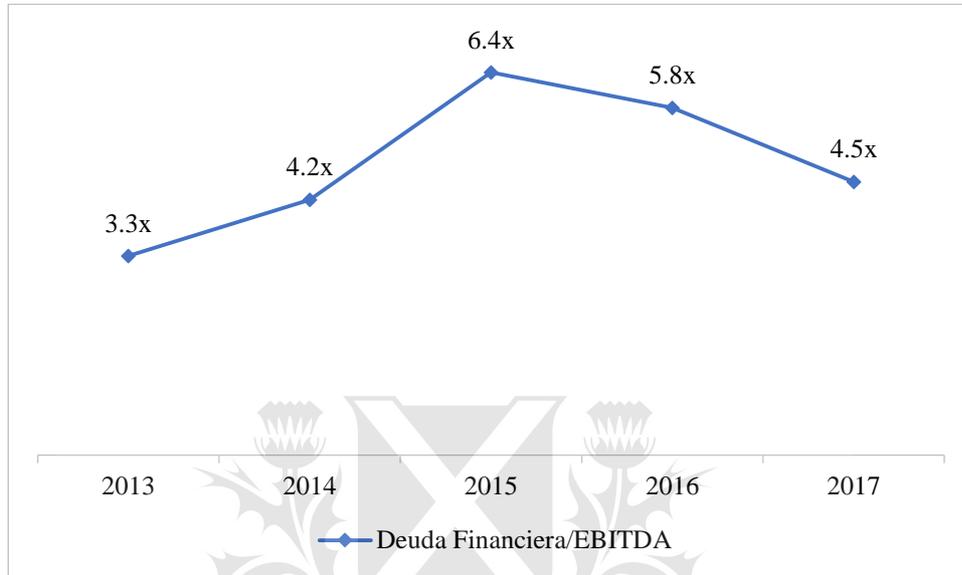
Fuente: Casino Annual Report

Como se puede observar en el cuadro anterior, el porcentaje de la deuda financiera de largo plazo es superior al de corto. El promedio de los últimos cinco años fue de 77%. Puntualmente, en el último año, la deuda financiera de largo plazo represento un 83% de la deuda total.

Siguiendo en línea con el plan de reducción de deuda implementado en el año 2015, la CAGR para dicho periodo fue de -10% para la deuda financiera total. Esto representa una CAGR = 12% para la deuda financiera de corto plazo, y una CAGR = 9% para la deuda financiera de largo plazo.

El gráfico a continuación nos permite observar cómo fue evolucionando el nivel apalancamiento de la empresa, en relación al EBITDA, a lo largo de los años. En este caso, al hablar de deuda total, estamos haciendo referencia a la deuda financiera más la deuda comercial.

Gráfico XIII: Deuda/EBITDA



Fuente: Casino Annual Report

En este gráfico, es de relevancia mencionar que el incremento en el año 2015 de los ratios se debe a la reducción del EBITDA, como consecuencia de un menor volumen de ventas por la disposición de las operaciones en Asia y Brasil, ya mencionadas previamente. Mismo, en el año 2015 tanto la deuda financiera como la deuda comercial se reducen. Al analizar los últimos tres años, se puede observar claramente el plan de reducción de deuda que está llevando a cabo la empresa. El índice de Deuda Financiera/EBITDA se redujo a una CAGR = -10,6%. La empresa hoy en día continúa implementando dicho plan, por lo que se espera que el ratio de apalancamiento de la empresa siga disminuyendo y se asemeje al promedio de la industria. Consideramos que un ratio Deuda Financiera/EBITDA por encima de 3.0x es un nivel de apalancamiento elevado.

Para los próximos cinco años la empresa deberá enfrentar los próximos vencimientos de deuda:

**Cuadro X: Vencimientos Deuda Largo Plazo
(Expresados en millones de EUR)**

	2019	2020	2021	2022	2023
Amortización Capital	355	697	540	850	550

Fuente: Casino Annual Report

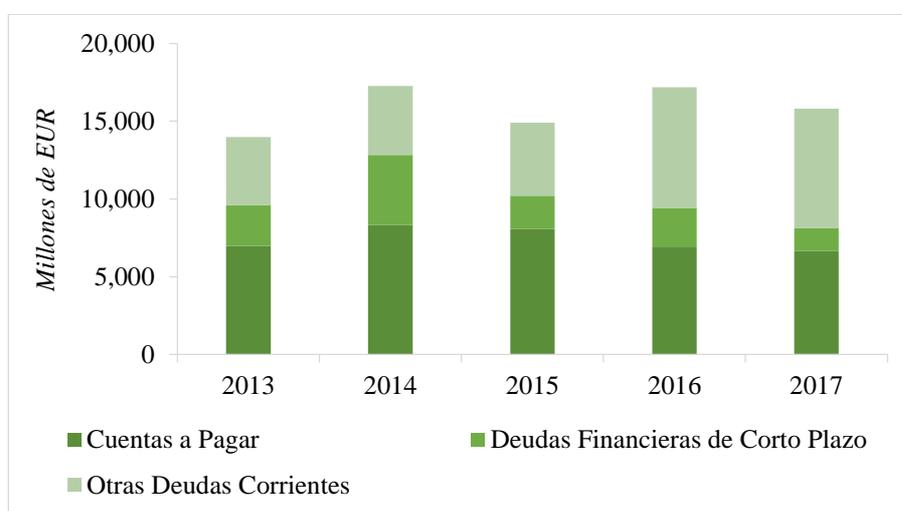
Dichas amortizaciones de capital corresponden a seis de los bonos que la empresa tiene emitidos, cuya amortización es bullet. Además de estos vencimientos, Casino tiene tres bonos más emitidos cuyos vencimientos son en 2024, 2025 y 2026.

Con respecto a la deuda que vence en los próximos cinco años, podemos decir que se encuentra relativamente atomizada. El vencimiento más grande se observa en el año 2022, el cual representa el 28% del total, lo cual es aproximadamente EUR 3.000 millones.

También es importante mencionar el aumento de "Derivados y Cobertura" (CAGR = 66,16% para el año 2016). Los contratos de derivados de la compañía están presentes básicamente para tratar de cubrir el riesgo de tasa de interés y el riesgo cambiario (por ejemplo, swaps de tasa de interés y contratos de divisas a plazo).

En cuanto a los Pasivos Corrientes, la CAGR fue de 2,48%, impulsado mayormente en el aumento en la cuenta "Otras Deudas Corrientes". Este aumento está relacionado con la decisión del GPA de iniciar negociaciones para la venta de su inversión en Via Varejo. De acuerdo con la NIIF 5, los activos y pasivos mantenidos a la venta han sido reclasificados en el estado consolidado de situación financiera en "Activos Mantenidos para la Venta" y "Pasivos Asociados con Activos Mantenidos para la Venta".

Gráfico XIV: Pasivos Corrientes



Fuente: Casino Annual Report

Es importante hacer mención a la capacidad de repago de la deuda que posee la empresa. La misma se puede analizar a través del índice Deuda Neta/EBITDA. Este indica cuántos años le tomaría a una compañía pagar su deuda si la deuda neta y el EBITDA se mantienen constantes. Si una empresa tiene más efectivo que deuda, la relación puede ser negativa. A diciembre de 2017 el mismo era de 2,43x; un tanto mayor que en 2013 cuando fue de 1,98x. Es decir que si dichos conceptos se mantuvieran constantes a Casino le tomaría dos años y medio en repagar su deuda. Si bien la compañía ha logrado reducir la deuda a través del plan previamente mencionado, su EBITDA se ha reducido también. Esto impacta en la capacidad de repago que poseen. En el cuadro a continuación se pueden observar dichas relaciones:

Cuadro XI: Deuda Neta/EBITDA
(Expresados en millones de EUR)

	2013	2014	2015	2016	2017
Deuda Neta	5,649	6,286	7,106	4,428	4,126
EBITDA	2,853	3,337	3,191	1,689	1,697
DN/EBITDA	1.98	1.88	2.23	2.62	2.43

Fuente: Bloomberg

Por último, es fundamental hacer un análisis del capital de trabajo.

Cuadro XII: Capital de Trabajo
(Expresados en millones de EUR)

	2013	2014	2015	2016	2017
Cuentas a Cobrar	1,493	1,513	1,287	880	946
Inventarios	4,640	5,311	4,884	3,990	3,871
Cuentas a Pagar	6,982	8,324	8,073	6,939	6,649
CT	(849)	(1,500)	(1,902)	(2,069)	(1,832)

Fuente: Casino Annual Report

El primer aspecto positivo es que el capital de trabajo de la compañía es negativo. Esto es una situación típica en la industria de alimentos minorista. El modelo de negocio está profundamente conectado con recibir de inmediato de clientes y tomarse un tiempo pagar a los proveedores.

Si bien en el 2017 hubo un leve aumento, la tendencia para los últimos cinco años es decreciente, lo cual es una buena señal. Para poder realizar un análisis más profundo, a continuación, podemos observar el NWC en días de ventas:

Cuadro XIII: Capital de Trabajo en Días de Ventas
(Expresados en millones de EUR)

	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	47,870	48,493	35,312	36,030	37,822
Cuentas a Cobrar	11.38	11.39	13.30	8.91	9.13
Inventarios	35.38	39.98	50.48	40.42	37.36
Cuentas a Pagar	53.24	62.65	83.45	70.30	64.17
CT en Días	(6)	(11)	(20)	(21)	(18)

Fuente: Casino Annual Report

La situación es la misma para el capital de trabajo en días de ventas. Observamos un leve aumento de los días de cobro en el 2017; lo cual se traduce en un leve aumento del capital de trabajo. Más aun, las cuentas a pagar disminuyen, lo que implica que Casino paga a sus proveedores en un plazo menor. De todas maneras, a pesar de esta suba en el 2017, el capital de trabajo ha ido disminuyendo, lo cual es evidencia del buen manejo de la empresa.

4.3 Estado de Flujos de Fondos

A continuación, observamos un breve resumen de las líneas más importantes dentro del estado de flujos de fondos. Para un mayor detalle de los mismos, ir al Anexo III.

Cuadro XIV: Principales Cuentas del Estado de Flujo de Fondos
(Expresados en millones de EUR)

	2013	2014	2015	2016	2017
FF Operativo	3,336	2,874	2,921	1,664	1,506
FF de Inversiones	(3,454)	(1,611)	(1,545)	2,603	(1,203)
FF Financiero	10	861	(2,992)	(2,775)	(2,473)
Flujos Netos	(787)	2,087	(2,663)	2,254	(2,651)
Flujo de Fondos Libre	1,777	1,345	1,436	498	392

Fuente: Casino Annual Report

A grandes rasgos, se puede observar que el FFL ha ido decreciendo año a año. La principal causa de esto es el aumento en el repago de la deuda a partir del año 2015, la cual impacta en el flujo de fondos financiero.

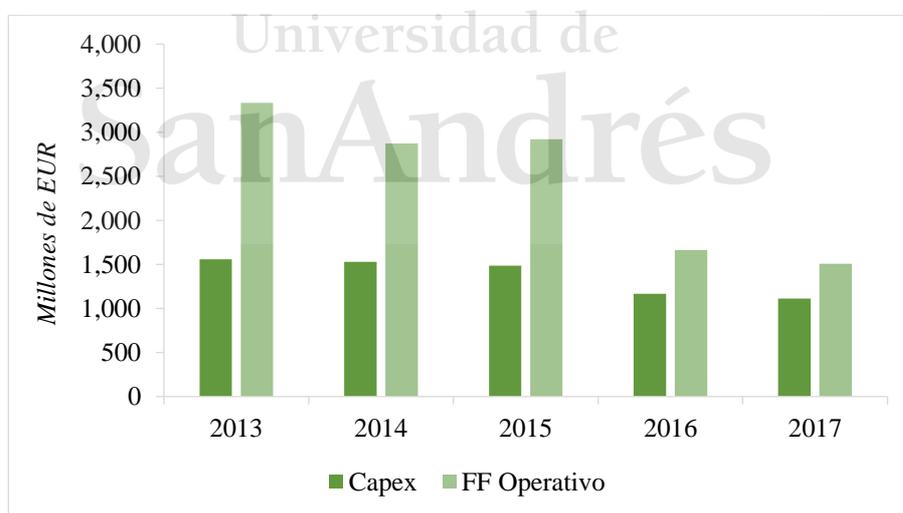
Para los flujos de fondos operativos se observa una tendencia bajista. La misma toma mayor relevancia en el año 2016 con una caída del 43%. Si bien en dicho año la ganancia neta aumento en € 2.822 millones, la gran diferencia entre estos dos, se puede explicar por la caja generada debido a la discontinuidad de las operaciones en Asia y Via Varejo.

Con respecto al flujo de fondos de inversiones, se observa una disminución en el CAPEX. Para los últimos 5 años la CAGR = -7%. Esto se encuentra en línea con el objetivo de la empresa de un CAPEX = € 1.000 millones para el año próximo. El resultado positivo en el año 2016 corresponde a la caja ocasionada por la venta de las operaciones en Asia y Via Varejo.

El aspecto más relevante del flujo de fondos financiero es el incremento del repago de la deuda a partir del año 2015. Esto se corresponde con el plan de reducción de la deuda que tiene la empresa.

En el siguiente grafico se observa que el flujo de efectivo generado por las operaciones cubre en su totalidad las inversiones de capital. Esto demuestra la capacidad y efectividad de Casino de financiar sus operaciones y crecimiento con la caja producida por el negocio.

Grafico XV: FFO vs. Capex



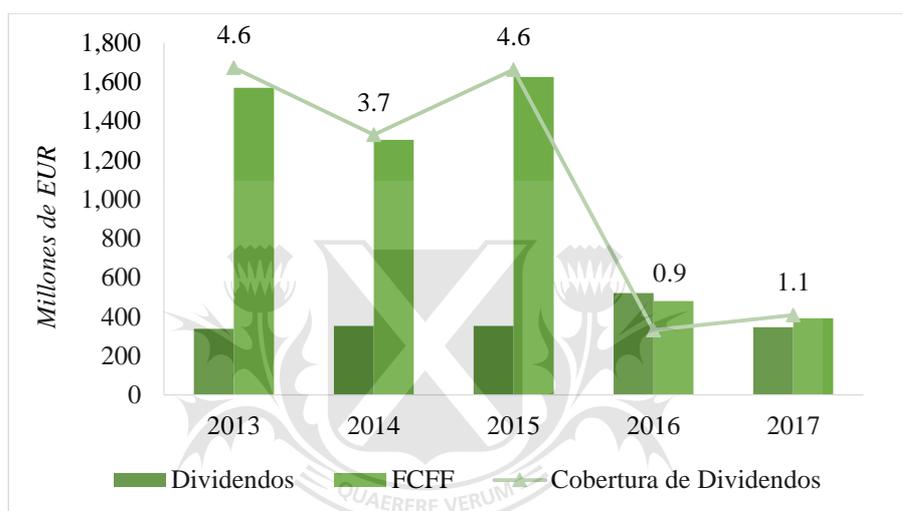
Fuente: Casino Annual Report

En cuanto a la política de dividendos, el pago de los mismos en los últimos cinco años ha sido relativamente constante, a excepción del año 2016, donde se pagaron mayores dividendos,

probablemente por la elevada ganancia neta registrada (producto de las operaciones discontinuadas).

Al analizar la relación entre el pago de los dividendos y los flujos de fondos libres a la firma, podemos ver que el índice disminuyó drásticamente en el año 2016. Esto está en línea con la caída en los flujos de fondos libres de la firma. Dada esta caída, el grupo podría considerar una reducción en el pago de sus dividendos.

Grafico XVI: FCFF y Dividendos



Fuente: Casino Annual Report

4.4 Índices de Rentabilidad

Al realizar un análisis de los principales indicadores de rentabilidad, la situación es la siguiente:

Cuadro XV: Índices de Rentabilidad

(Expresados en %)

	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
ROA	5.68%	4.92%	2.50%	2.46%	3.25%	3.76%
ROE	5.53%	1.60%	-0.34%	18.55%	0.92%	5.25%
ROIC	14.57%	15.00%	19.47%	8.45%	8.48%	13.19%

Fuente: Casino Annual Report

El Retorno sobre el Total de Activos (ROA) expresado como EBIT dividido las ventas totales nos muestra un promedio de 3,76% para los últimos cinco años. Año a año el ROA fue disminuyendo (a excepción del 2017), lo que significa que la inversión hecha en los activos no

está siendo eficiente. El ROA promedio de la industria se encuentra alrededor del 5%; Casino se encuentra por debajo del mismo.

El Retorno sobre el Capital Propio (ROE) medido como la relación entre la ganancia neta y el patrimonio neto, es decir el retorno que obtienen los accionistas, fue de un promedio de 5,25% los últimos cinco años. Este número se encuentra muy por debajo del promedio de la industria, en donde el ROE es de alrededor de 12%. Si bien en el 2016 poseen un ROE del 19%, este no es real ya que el 80% de la ganancia neta se debe a los resultados de las operaciones discontinuadas. Si no tuviéramos en cuenta las mismas, el ROE sería de 3,60% para dicho año, y el promedio bajaría a 2,30%. La empresa viene atravesando años de profundos cambios, y estos han tenido un gran impacto en sus márgenes, y consecuentemente en el ROE.

El Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) disminuyó considerablemente en los últimos dos años. Del 2013 al 2015 podemos observar una tendencia alcista, aumentando en un 5%. Sin embargo, en los últimos dos años el ROIC decayó aproximadamente en un 10%. En gran parte se debió a la disminución del margen operativo que decayó en aproximadamente un 4% entre el 2015 y el 2016. Con respecto a las ventas/capital invertido, la relación se mantuvo prácticamente constante en los últimos cinco años. Si tomamos el 2017, se podría decir que por cada EUR 100.000 invertidos, se generaron EUR 3,10 en ventas. De todas maneras, dado lo mencionado previamente en el margen operativo, el ROIC en el año en cuestión, se ubicó muy por debajo de lo que fue el promedio de los últimos cinco años. En el cuadro elaborado a continuación podemos observar concretamente los números mencionados previamente:

Cuadro XVI: ROIC
(Expresados en millones de EUR y %)

	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
EBIT	2,003	2,326	2,230	997	1,034	
Ventas	47,870	48,493	35,312	36,030	37,822	
EBIT Margen	4.18%	4.80%	6.32%	2.77%	2.73%	4.16%
Ventas	47,870	48,493	35,312	36,030	37,822	
Capital Invertido	13,746	15,502	11,455	11,804	12,188	
Ventas/CI	3.48	3.13	3.08	3.05	3.10	3.17
ROIC	14.57%	15.00%	19.47%	8.45%	8.48%	13.19%

Fuente: Casino Annual Report

A modo de conclusión, podemos decir que, si bien las ventas de la empresa han ido aumentando en términos nominales, los márgenes y la rentabilidad se han deteriorado. Gran parte es atribuible a las operaciones que la empresa tiene en Francia. Esta industria se caracteriza por una intensa competencia, y por lo tanto deja poco lugar para incrementar los márgenes de ganancia.



Universidad de
San Andrés

5. Valuación por Flujo de Fondos Descontados

5.1 Modelo de Valuación

El método de flujo de fondos descontados (FFD) es un método de valuación utilizado para estimar el atractivo de una oportunidad de inversión. Se basa en la premisa de que el valor actual de una compañía puede ser estimado a través de sus flujos de fondos futuros, descontados a una tasa que refleja el costo del capital aportado. Actualmente, es considerado el método más apropiado a la hora de realizar la valuación de una empresa. Una de sus fortalezas es que se basa en los flujos de fondos libres, los cuales eliminan todo tipo de subjetividad contable.

Para poder proyectar los flujos de fondos, es necesario contar con una empresa estable de la cual se tenga certeza de su evolución en el futuro. Este es el caso de Casino. Estamos en presencia de una empresa consolidada, con una larga trayectoria de mercado, y poseemos suficientes elementos como para poder estimar los flujos de fondos futuros. Nuestro objetivo es poder estimar el valor de la compañía, así como también el precio objetivo de la acción, a la fecha 31 de Diciembre 2017.

El primer paso de este método de valuación es proyectar los Flujos de Fondos de la Firma (Free Cash Flow to the Firm – FCFF, por sus siglas en ingles). Los FCFF son una medida del desempeño financiero de la compañía, y expresan la cantidad neta de efectivo que se genera después de deducir los gastos operativos, impuestos, cambios en el capital de trabajo neto y las inversiones de capital. La fórmula para su cálculo es la siguiente:

$$FCFF = EBIT \times (1-t) + Depreciaciones - Capex +/- \Delta \text{Capital de Trabajo}$$

donde t es igual a la tasa impositiva.

El segundo paso consiste en determinar la tasa del costo de capital apropiada a la que descontaremos los flujos. En este caso utilizaremos el WACC. La fórmula para su cálculo es la siguiente:

$$WACC = K_e \times [E/(D+E)] + K_d \times [D/(D+E)] \times (1-t)$$

Donde:

Ke: Rendimiento exigido del Equity

Kd: Rendimiento exigido de la Deuda

E: Valor de mercado del Equity
D: Valor de mercado de la Deuda
t: Tasa impositiva

Para el cálculo del costo del equity utilizaremos la fórmula del modelo de CAPM (por sus siglas en inglés, Capital Asset Pricing Model):

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) \times Beta$$

Donde:

Rf: Tasa libre de riesgo
Rm: Prima de riesgo del mercado

Para el cálculo del costo de la deuda haremos un promedio ponderado de las YTM de los bonos corporativos que tiene emitidos la empresa.

Además, se deberá calcular el Valor Terminal de la empresa. A través de este, se asume que, en cierto momento futuro, los flujos de fondos de la empresa crecerán a una tasa estable para siempre. De esta forma, el Valor Terminal debería computarse cuando consideramos que la empresa ha alcanzado la madurez. Para calcular el mismo utilizaremos dos métodos. El primer método es la fórmula de Gordon Shapiro:

$$VT = \frac{FCFF_t \times (1+g)}{WACC-g}$$

Donde:

FCFFt: Ultimo FCFF proyectado
g: Tasa de crecimiento perpetua

Hay que ser sumamente cuidadoso a la hora de fijar la tasa de crecimiento perpetua, ya que gran parte del valor de la empresa que estamos estimando va a depender del valor terminal. Debería ser una tasa que no supere el crecimiento del PBI en el periodo estimado y que contemple los efectos de la inflación.

El segundo método consiste en estimar el Valor Terminal a través de un múltiplo, en base a las empresas comparables. En este caso, utilizamos el múltiplo de EV/EBITDA. Para obtener el valor terminal, multiplicamos el mismo por el valor del EBITDA del último año proyectado.

Así, el valor de la firma de una compañía queda determinado por la siguiente formula:

$$\text{Valor Firma} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \text{Valor Terminal}$$

Una vez obtenido el valor de la firma, procederemos a obtener el Valor del Equity. La fórmula para su cálculo es la siguiente:

$$VE = \text{Valor de la Firma} - \text{Deuda Neta} - \text{Intereses Minoritarios} + \text{Asociados}$$

Los intereses minoritarios son participaciones de menos del 50% en otras empresas. En este caso se restan, ya que se asume que en el futuro se tendrá la participación total, y por lo tanto representan una futura deuda. Por el otro lado, los asociados se refieren a compañías asociadas, las cuales efectivamente deberíamos sumarlas.

El último paso consiste en estimar el precio objetivo de la acción. El cálculo es simple. Una vez obtenido el Valor del Equity, se deberá dividir el mismo por la cantidad de acciones en circulación.

$$\text{Precio Acción} = \text{Valor del Equity} / \text{Cantidad de Acciones}$$

5.2 Objetivos de la Empresa

Las prioridades estratégicas de la empresa son las siguientes:

1. Crecimiento en los mejores formatos del grupo

Francia:

- Al menos 100 aperturas anuales de locales de Monoprix y Franprix
- Apertura de franquicias de supermercados
- Apertura de 32 locales más de Naturalia, llegando a un total de 200 a fines del 2018.

Latam:

- Más de 20 aperturas por año en Brasil y Colombia, con la implementación continúa de la estrategia de conversión en Assaí y Éxito.
- Despliegue continuo de los nuevos conceptos en Colombia (Carulla Fresh) y Uruguay (Devoto Fresh Markets), con 3 a 5 nuevas tiendas en 2018.

2. Acelerar el desarrollo de actividades digitales y “omni-canal”

- Reforzar la posición que el grupo tiene en Francia con el comercio electrónico. Resulta fundamental la asociación que realizaron en 2017 con Ocado, la cual le permite ofrecer distintas opciones de envío de comestibles como por ejemplo: entrega a domicilio y retiro en tienda, entre otras.
- Abrir el primer almacén de entrega bajo el método de Ocado a principios del 2020.
- En cuanto al segmento de los no comestibles, busca acelerar el crecimiento de Monoprix.fr al integrar Sarenza.com. Sarenza es una compañía especializada en la venta en línea de zapatos y accesorios. La operación está destinada a que Monoprix.fr sea el líder en el segmento “Estilo de Vida”.
- Casino busca también acelerar la digitalización de la experiencia del cliente a través del desarrollo de servicios en aplicaciones móviles.
- Constante reclutamiento de nuevos clientes gracias a los programas de lealtad, principalmente en las aplicaciones móviles (Monoprix, Franprix y Casino Max).

3. Perseguir planes de acción para reducir costos y mejorar la cadena de suministro

- En Francia, se seguirán implementando planes de eficiencia operativa. Por ejemplo, para la logística, se desarrollarán sinergias internas, como transporte, gastos generales etc.
- En Brasil, se seguirán implementando programas de optimización continua. Gracias al despliegue de Meu Desconto, se esperan menores costos de comercialización. También habrá una continua simplificación organizacional, particularmente donde tiene sede la empresa.

4. Aumentar la generación de efectivo y fortalecer su estructura financiera

- Crecimiento orgánico por encima del 10% en la ganancia operativa (sin incluir créditos fiscales).

- En Francia, un crecimiento orgánico² de las ventas minoristas de alimentos superior al 10%, excluyendo el desarrollo inmobiliario.
- Reducción en la deuda financiera neta del Grupo. Para esto se propone:
 - Volver al punto de equilibrio para el flujo de fondos libre de Cdiscount
 - Un flujo de fondos libre de operaciones continuas, excluyendo partidas excepcionales, de más de € 1.000 millones en total.
 - Un CAPEX de alrededor de € 1.000 millones

5.3 Cálculo del Costo del Capital

➤ *Costo del Equity*

Como mencionamos previamente, para calcular el costo del equity (Ke) utilizaremos la fórmula del modelo derivado del CAPM. La primera variable a estimar es la tasa libre de riesgo. Utilizamos la tasa del Swap Euribor a 30 años. Este es reconocido como el benchmark principal a nivel mundial para las tasas de swaps. La tasa al 31 de diciembre 2017 es de 1,49%.

En segundo lugar, debemos estimar el riesgo del mercado, para posteriormente calcular la prima de riesgo de mercado (PRM). En este caso, se calculó el spread que hay entre el índice STOXX Europe 600 y la tasa libre de riesgo. Con un número fijo de 600 componentes, este índice representa compañías de capitalización grandes, medianas y pequeñas en 17 países de la región europea: Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y el Reino Unido. El rendimiento anualizado de los últimos treinta años para el índice fue de 6,30%. De esta manera, la PRM = 6,30% - (1,50%) = 4,80%.

En tercer lugar, debemos estimar la Beta de Casino. Recordamos que Beta es una medida de la volatilidad, o riesgo sistemático, de un activo o un conjunto de activos, con respecto al mercado en su conjunto. Para poder estimarla, realizamos una regresión de los retornos mensuales de los últimos cinco años entre la acción de Casino (CO.PA) y el STOXX Europe 600. Nuestro modelo de regresión nos proporcionó una Beta de 1,29. De acuerdo a Damodaran, la Beta promedio de la industria de alimentos minorista en Europa es de 0,95. La Beta de Casino es un

² Excluyendo el efecto del tipo de cambio.

tanto mayor, y dicha diferencia puede explicarse por las operaciones que el grupo tiene en Latam, que, al tratarse de países emergentes, lo vuelven más riesgoso.

Dado las operaciones del grupo en Latam, que conforman aproximadamente el 50% de sus ventas, la PRM es ajustada por una prima de riesgo país. La misma se constituye teniendo en cuenta el riesgo país de Colombia y Brasil, con un 1,74% y 2,40%, respectivamente. No se tiene en cuenta Argentina y Uruguay ya que la ponderación en las ventas de Latam es mínima. Por lo tanto, la prima de riesgo país = 2,24%, y la PRM (6,30% - 1,50% + 2,24%) = 7,04%.

Con estos números, la fórmula para el cálculo del costo del equity queda conformada de la siguiente manera:

$$K_e = 1,50\% + (6,30\% - 1,50\% + 2,24\%) \times 1,29$$

$$K_e = 10,55\%$$

➤ *Costo de la Deuda*

Como mencionamos anteriormente, para calcular el costo de la deuda se hizo un promedio ponderado de las YTM de los bonos corporativos que la empresa tiene emitidos a la fecha de valuación de este trabajo. Esto nos arrojó un $K_d = 4,34\%$ (antes de impuestos).

La segunda variable a calcular para el costo de la deuda, es la tasa impositiva. En este caso, se hizo un promedio de la tasa impositiva efectiva que pago la empresa durante los últimos seis años (sin tener en cuenta el 2016 ya que la misma fue extraordinaria). Esto nos arrojó una tasa del 20,82%.

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

$$K_d = 4,34\% \times (1 - 20,82\%)$$

$$K_d = 3,44\%$$

➤ *Estructura de Capital*

La estructura de capital actual de la empresa está compuesta por un 56% de equity y un 43% de deuda. Cabe mencionar que dentro del equity se tienen en cuenta los intereses no controlados.

Una vez definidos todos los parámetros, procederemos al cálculo del WACC:

$$WACC = 10,55\% \times 60\% + 3,44\% \times 40\%$$

$$WACC = 7,74\%$$

Consideramos este WACC adecuado para una empresa como Casino. El costo del capital promedio para una empresa europea en esta industria es de 6,36%. La diferencia puede atribuirse a las operaciones de la empresa en Latam.

5.4 Principales Variables a Proyectar

Para obtener los flujos de fondos se deben estimar una serie de variables, las cuales están en concordancia con los objetivos propuestos por la empresa:

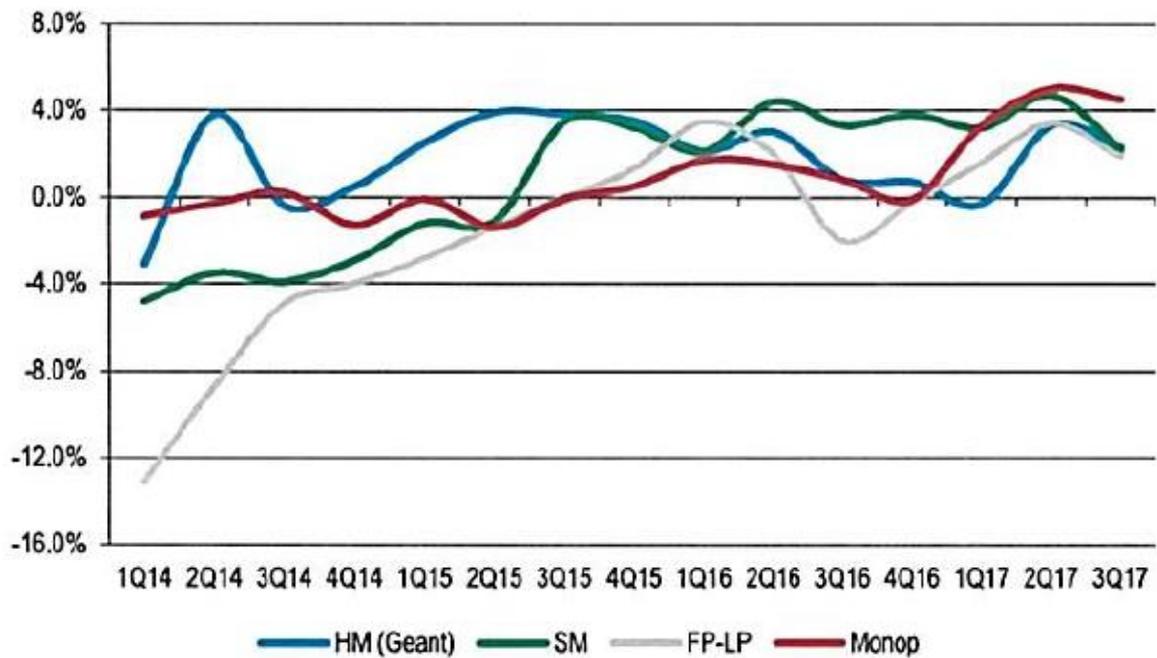
➤ *Ventas*

Dado las distintas regiones geográficas en las que opera Casino, las ventas se proyectaron individualmente para cada una: Francia, Latam y E-Commerce.

En todos los casos, los factores más relevantes fueron: tipo y cantidad de tiendas, apertura/cierre de locales por formato, SSS, las cuales son también conocidas como “Like for Like” Sales por sus siglas en inglés (LFL), inflación proyectada y consumo en alimentos realizado por las amas de casa en cada región.

En el gráfico a continuación se puede observar la evolución de las ventas LFL en los distintos formatos de tiendas que opera Casino en Francia:

Gráfico XVII: Evolución de las Ventas LFL



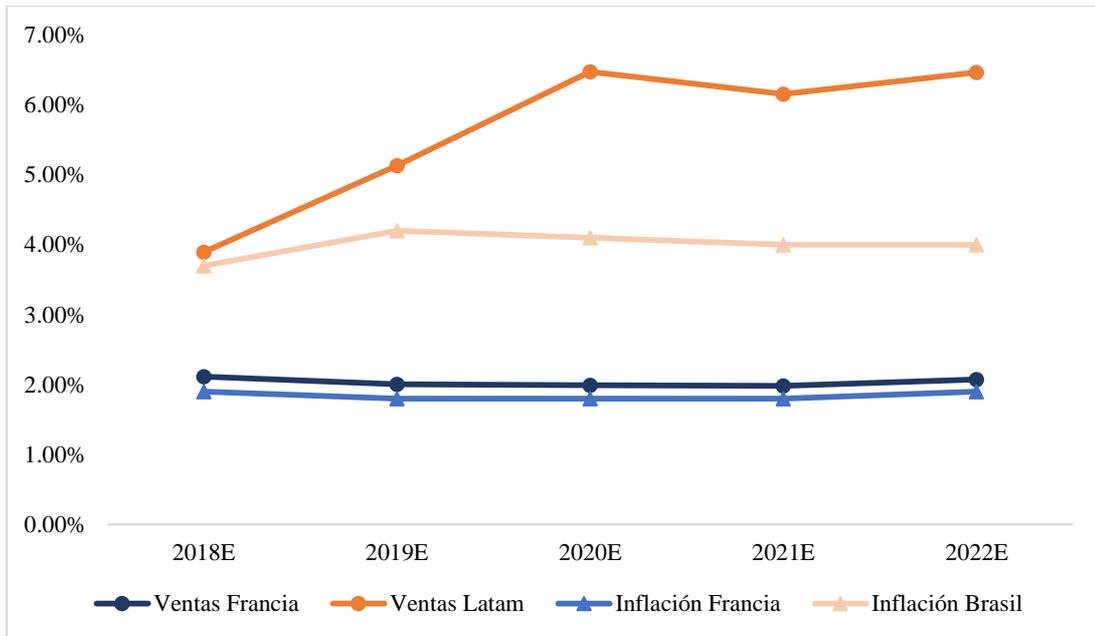
Fuente: J.P. Morgan

En términos generales, se observa un incremento de las ventas LFL en todos los formatos de tienda que posee Casino, teniendo un pico máximo entre el 1Q17 y el 2Q17. A excepción de Monoprix, en el 3Q17 las ventas LFL del resto de los formatos experimentan una caída.

Cabe aclarar que las ventas están proyectadas en términos nominales y contemplan la inflación proyectada de cada región. En el gráfico a continuación se puede observar la comparación entre las ventas proyectadas y la inflación proyectada para cada segmento. En todos los casos, las ventas proyectadas se encuentran por encima de la inflación proyectada.

Cabe aclarar, que para Latam, usamos con referencia la inflación de Brasil, ya que dicha región concentra el 75% de las ventas del grupo.

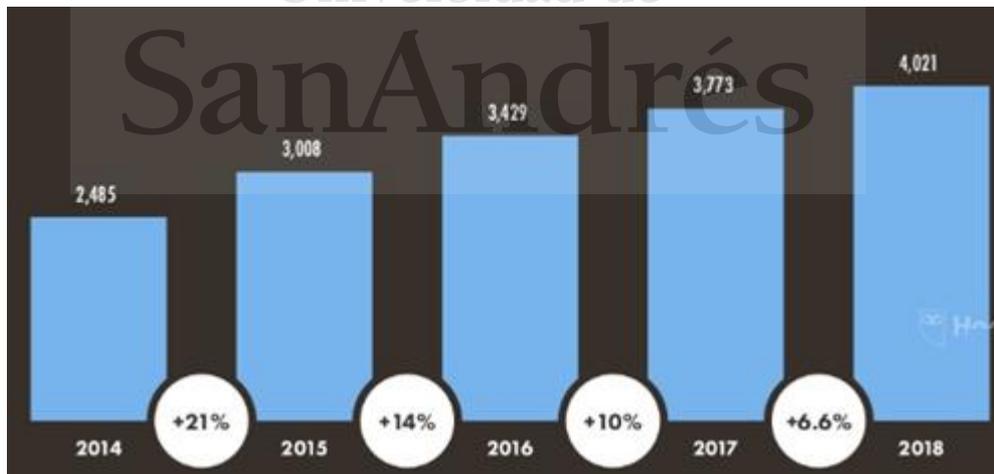
Gráfico XVII: Proyección Ventas vs. Proyección Inflación



Fuente: Elaboración propia

Para el caso del E-Commerce, otro factor relevante a tener en cuenta es la cantidad de usuarios de internet, y su evolución en los últimos años. La imagen a continuación nos permite observar el crecimiento:

Imagen III: Evolución del Número de Usuarios de Internet (en MM)



Fuente: Internet World Stats, Banco Mundial & Otros

Observamos un fuerte crecimiento en los primeros años, para luego seguir creciendo a una tasa decreciente. Consideramos que esta es una tendencia que se mantendrá en los próximos años.

➤ *Gastos*

Los COGS se proyectan como % sobre ventas. El promedio de los últimos tres años fue de 75,9%, y es el número que se utilizará para proyectar las ventas futuras.

Lo mismo se hará con los gastos comerciales y administrativos y los otros gastos operativos. En el caso de estos primeros el promedio de los últimos tres años fue de 22,5% y los segundos tuvieron un promedio de (1,4%).

➤ *Depreciaciones y Amortizaciones*

Proyectadas como % de PPE (Propiedades, Plantas y Equipos) al inicio de cada año. Se toma el promedio de los últimos dos años. Recordamos que las PPE al inicio de cada año dependen del CAPEX y amortizaciones del año anterior.

➤ *Intereses Financieros Pagados*

Por el lado de la deuda de largo plazo, se tiene en cuenta los intereses de los bonos que la empresa tiene emitidos al 31 de diciembre 2017. En términos de la deuda financiera de corto plazo, se asume una tasa de interés de mercado y los intereses que esta generara por dicha proporción de deuda. Dado el plan de reducción de deuda que puso en marcha la empresa, los intereses financieros pagados serán decrecientes a lo largo del tiempo.

➤ *Intereses Financieros Ganados*

Se asume que el exceso de caja devenga una tasa del 1% anual.

➤ *Impuestos a las Ganancias (IIGG)*

Se utiliza la tasa efectiva que la empresa ha abonado en los últimos seis años, sin tener en cuenta el año 2016 el cual fue extraordinario.

➤ *CAPEX*

Se proyecta como % de ventas. En este caso, si bien se tuvo en cuenta el promedio histórico de la empresa, lo fundamental fue el objetivo que tiene de reducir el gasto en inversiones de capital a EUR 1.000 millones anuales. Se establece un Capex anual del 2,6% sobre las ventas, lo que arroja un resultado de aproximadamente EUR 1,000 cada año. El número se mantiene relativamente constante ya 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*

Corresponde al activo corriente menos el pasivo corriente. Para el caso de los inventarios y las cuentas a pagar, los mismos fueron proyectados como capital de trabajo en días de costo de ventas. En el caso de las cuentas a cobrar, las mismas se proyectaron como capital de trabajo en días de ventas.

5.5 Escenario Base

En dicho escenario, la principal premisa a tener en cuenta es el cumplimiento de los objetivos propuestos por la compañía. Dichos objetivos fueron ratificados por Casino a lo largo del año en varias instancias.

Con respecto a las ventas, en Francia, mercado con poco crecimiento y muy bajos márgenes, se espera una leve recuperación en cuanto a la performance del 2017. Actualmente, en lo que fue el verano del 2018, el país tuvo una gran temporada impulsada por el buen clima y el turismo. También creemos que se vio favorecida por el mundial realizado en Rusia, ya que muchos espectadores además de fútbol realizaron viajes por distintas ciudades de Europa, una de ellas siendo París; el principal mercado de Casino en Francia. Para los años 2019-2020, observamos que aún hay espacio para mejorar los márgenes en dicho mercado, impulsados principalmente por el acuerdo “Horizon” realizado con Auchan/Metro/Dia y el plan que tiene la compañía de desprenderse de 20 tiendas de Geant y 20-30 supermercados Casino que generan pérdidas.

Horizon les dará a los minoristas un mayor poder de negociación frente a los proveedores tanto de alimentos como productos no alimenticios. Se hicieron acuerdos sobre los siguientes conceptos: marcas internacionales, marcas nacionales (francesas) y el sector de agricultura. Consideramos que este acuerdo permitirá mejorar el EBIT de Casino en aproximadamente EUR 50-70 millones.

En cuanto a Latam, el año 2017 fue de resultados excepcionales. Esto se debió principalmente al aumento orgánico de las ventas en Brasil (8,7%) en GPA, y un 27,8% en Assai. Consideramos que es un mercado con gran potencial de crecimiento para los próximos cuatro años. A lo largo del 2018 se observó un buen crecimiento de las ventas, potenciado por el retorno de la inflación

en los alimentos en Brasil y un incremento en los volúmenes en Colombia. La evolución de Éxito se ve amenazada por la intensa competencia en Colombia dada la rápida expansión de Jeronimo Martins.

Más aun, el comercio en línea se encuentra en su momento de auge. Estimamos que el acuerdo realizado con Ocado podría generarle a la empresa aproximadamente EUR 300-500 millones en un plazo de tres años. Recordamos que este acuerdo tiene como foco el envío de los pedidos dentro de las 24hs en la región de Paris, Britania y la región del norte de Francia. Otro acuerdo muy importante que realizo es aquel entre Monoprix y Amazon. El mismo tiene como objetivo el envío del pedido dentro del mismo día. Estimamos que la contribución a las ventas será significativa, pero menor que la que realizará el acuerdo con Ocado.

Otro factor a tener en cuenta para el sector del comercio online es la reciente adquisición de Sarenza.com, por parte de Monoprix. Este acuerdo apunta a completar la oferta de productos realizada por las tiendas y posicionarse como líder dentro de la categoría de “Estilo de Vida”. Recordamos que Sarenza es líder en ventas de calzado online dentro de Francia. Su oferta de productos cuenta con más de 650 marcas y 40,000 diseños. En el último año reporto ventas por EUR 250 MM.

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 aun, la empresa ha implementado un plan de reducción de gastos generales.

Una de las metodologías utilizadas fue estimar los flujos a perpetuidad a través de una tasa de crecimiento perpetua para el cálculo del valor terminal. La tasa utilizada es del 2%, valor ligeramente por encima del crecimiento de la economía francesa en el 2017. Casino es de 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 igual que la tasa de su principal economía. Sin embargo, su posible expansión en Latinoamérica y en el comercio electrónico lo hacen adecuado para no considerarlo maduro aún.

Otra metodología utilizada para calcular el valor de la empresa fue utilizar un “múltiplo de salida” (por sus siglas en inglés “Exit Multiple”). En este caso se usó el EV/EBITDA. El valor

terminal se calcula como el producto entre el múltiplo y el EBITDA del último año proyectado. La media de los comparables de la industria en este múltiplo es de 7,54x.

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 XVII: Valuación FFD en Escenario Base
(Expresados en millones de EUR -Salvo Precio Objetivo-)

	Tasa Crecimiento	EBITDA Exit Multiple
Valor de la Firma	16.225	16.197
-Deuda Financiera	8.690	8.690
-Intereses Minoritarios	5.473	5.473
+Caja y Equivalentes	3.391	3.391
Valor del Equity	5.453	5.425
Cantidad de Acciones	111	111
Precio Objetivo de la Acción	49,13	48,87

El valor de la acción de Casino al 31 de diciembre de 2017 era de € 48,61. La valuación realizaba por el método FFD en un escenario base con una tasa de crecimiento perpetua del 2% y a través del múltiplo EBITDA, sitúa al precio objetivo un 1% por encima del actual.

5.6 Escenario Optimista

Francia se recupera con mayor rapidez de lo proyectado en el escenario base. La apertura de 100 locales de Monoprix y Franprix anuales, las dos líneas que mejor funcionan hoy por hoy, incrementan las ventas en un mayor porcentaje. La alianza con Ocado Group PLC, el minorista de comestibles en línea líder en el mundo, genera un crecimiento mayor en las ventas del E-Commerce. Gracias a un sistema más amigable y atractivo, es capaz de captar una mayor cantidad de clientes.

Más aun, en el año 2020, instalaran un centro de atención al cliente que atienda las regiones de París, Normandía y Hauts-de-France. Efectivamente, como esta pronosticado, generará un acercamiento notable al cliente. Esto repercutirá en un mayor aumento en las ventas en línea. Monoprix.fr, será el primero en beneficiarse de la alianza, dado que podrá ofrecer a sus clientes una mayor variedad de alimentos con mejores niveles de servicios y costos. Estamos frente a

una empresa, cuyas ventas proyectadas crecerán alrededor de un 5% en los próximos cinco años.

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 XVIII: Valuación FFD en Escenario Optimista
(Expresados en millones de EUR -Salvo Precio Objetivo-)

	Tasa Crecimiento	EBITDA Exit Multiple
Valor de la Firma	16.738	16.577
-Deuda Financiera	8.690	8.690
-Intereses Minoritarios	5.473	5.473
+Caja y Equivalentes	3.391	3.391
Valor del Equity	5.966	5.805
Cantidad de Acciones	111	111
Precio Objetivo de la Acción	53,75	52,29

El valor de la acción de Casino al 31 de diciembre de 2017 era de € 48,61. La valuación realizaba por el método FFD en un escenario optimista con una tasa de crecimiento perpetua del 2%, sitúa al precio objetivo un 11% por encima del actual. La valuación a través del múltiplo de EBITDA, sitúa al precio objetivo de la acción un 8% por encima del actual.

5.7 Escenario Pesimista

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

La saturación y la alta competitividad del mercado francés, continúa generando pérdidas en dicho segmento. Si bien se proyectó la apertura de 100 locales anuales, esto no se logra concretar. Los nuevos locales de Monoprix y Franprix, sirve para contrarrestar las continuas pérdidas y bajos márgenes de los otros segmentos. 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 con Ocado no resulta tan productiva como se esperaba. Grandes competidores, como Amazon y su reciente compra de Whole Foods, no dan

lugar a un aumento de la participación de mercado. Más aun, las fuertes inversiones de Carrefour, como el lanzamiento de Carrefour.fr y diversas alianzas estratégicas para acelerar la digitalización del grupo, achican los márgenes aún más. 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 5,000 millones de euros en ventas de alimentos para el año 2022. Por otro lado, la construcción del centro de atención al cliente con Ocado, no se realiza en los dos años proyectados.

En cuanto a Latam, este segmento no crece como lo esperado en el escenario base. Las elecciones en Brasil fracasan, Macri pierde la reelección, y las operaciones en Colombia dejan de crecer. Los altos indicadores de desempleo e inflación en la región continúan, lo que tiene un impacto directo en la manera en que los clientes realizan sus compras, y lleva directamente a una baja en el consumo en aproximadamente la mitad de los países de la región. Dentro de estos cambios de hábitos se observa una tendencia de cambio de los consumidores de las marcas Premium a las de bajo costo.

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 XIX: Valuación FFD en Escenario Pesimista
(Expresados en millones de EUR -Salvo Precio Objetivo-)

	Tasa Crecimiento	EBITDA Exit Multiple
Valor de la Firma	15.519	15.668
-Deuda Financiera	8.690	8.690
-Intereses Minoritarios	5.473	5.473
+Caja y Equivalentes	3.391	3.391
Valor del Equity	4.747	4.896
Cantidad de Acciones	111	111
Precio Objetivo de la Acción	42,77	44,11

El valor de la acción de Casino al 31 de diciembre de 2017 era de € 48,61. La valuación realizaba por el método FFD en un escenario optimista con una tasa de crecimiento perpetua del 2%, sitúa al precio objetivo un 12% por debajo del actual. La valuación a través del múltiplo de EBITDA, sitúa al precio objetivo de la acción un 9% por debajo del actual.

6. Múltiplos Comparables

6.1 Principales Competidores

El diagrama a continuación nos da una visual muy clara con respecto a los competidores de Casino. Dado el acceso a la información, no se tienen en cuenta aquellas empresas competidoras que son privadas. Tendremos en cuenta solamente empresas que cotizan públicamente en bolsa. De acuerdo los distintos segmentos en los que opera la empresa, pudimos identificar tres potenciales grupos de competidores:

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

Diagrama I: Principales Competidores



Fuente: Elaboración Propia

A continuación, elaboramos un cuadro con las principales características de aquellos competidores que consideramos que más se asemejan a Casino:

Cuadro XX: Información Relevante Sobre Competidores

	Carrefour	Cencosud	Amazon	Casino
Locación Geográfica	Francia, Latam y Asia.	Latam	América, Europa y Asia	Francia y Latam

Posicionamiento	Líder en Francia	Líder en Chile	Líder en comercio online	Líder en Brasil y Colombia
Modelo de Negocios	Multi-formato	Multi-formato	Online	Multi-formato
Negocios Alternativos	Financiero y Bienes Raíces	Financiero	Libros	Financiero y Bienes Raíces
Alianzas Estratégicas	Tesco	Colpatria	Casino	Ocado Amazon
Nro. Tiendas	12.300	1.100	-	12.271
Nro. Empleados	374.478	140.000	566.000	226.606
Marcas Propias	Si	Si	Si	Si
Volumen Ventas	EUR 88.240 MM	CLP 10.456.987 MM	USD 177.866 MM	EUR 37.822 MM
Resultado Neto	EUR (362) MM	CLP 440.136 MM	USD 3.033 MM	EUR 120 MM
Fecha Datos	Dic-17	Dic-17	Dic-17	Dic-17

Fuente: Elaboración Propia con Datos de Reuters, EMIS

El grupo I está conformado por minoristas europeos con exposición en Latam. Consideramos que Carrefour es el competidor más fuerte que tiene Casino. Ambos cuentan con el mismo modelo de negocios y con gran presencia en Francia, donde Carrefour es líder junto a Leclerc, y poseen negocios en Latam. La principal diferencia entre estos radica en la efectividad de Carrefour en términos de ventas. Ambos poseen prácticamente la misma cantidad de tiendas, y las ventas de Carrefour son más del doble que las de Casino. Sin embargo, el número de empleados de Carrefour supera ampliamente al de Casino, lo que podría implicar mayores costos de mano de obra, y una menor rentabilidad. Actualmente, se puede observar que en el último ejercicio la ganancia reportada por Carrefour fue negativa.

Con respecto a DIA, se eligió dicho competidor por su liderazgo en España y su presencia en Latam (Argentina y Brasil). Como el resto de los competidores, posee un modelo de negocios multi-formato. Lo mismo sucede con Tesco y Jerónimo Martins. Este primero es líder en Reino Unido, mientras que el segundo es líder en Portugal y posee negocios en Colombia. Si bien Tesco no posee negocios en Latam, al ser líder en UK consideramos que es de relevancia incluirlo por la presencia que Casino posee en Francia; ambos países siendo potencias de Europa.

El grupo II está conformado por minoristas de América, particularmente aquellos con exposición en Latam. Dentro de este grupo destacamos a Cencosud por ser aquel con mayor

exposición en Latam, y el retailer más grande de dicha zona, posicionándolo como un líder regional del mercado. El gráfico a continuación nos muestra su posicionamiento:

Imagen IV: Distribución Geográfica Cencosud



Fuente: Cencosud

Aproximadamente el 50% de las ventas del grupo pertenecen a Chile, y casi un 25% a Argentina.

Otras empresas dentro de este grupo son Metro, Walmart y Lojas Americanas. Si bien Metro es una empresa alemana, posee presencia en Colombia a través de la cadena de tiendas Tía. Por el lado de Walmart, consideramos relevante incluirlo ya que es el número uno a nivel mundial en términos de ventas, y a su vez tiene presencia en Latam en países como Argentina, Chile y México. Por último, Lojas Americanas, un jugador con fuerte presencia dentro del mercado brasileño, de relevancia para los negocios de Casino.

Finalmente, el grupo III está integrado por los minoristas modernos/comercio electrónico. Dentro de este grupo destacamos a Amazon, particularmente Amazon Fresh. Si bien Amazon es uno de los líderes mundiales en comercio electrónico, prácticamente no opera en el segmento de las tiendas físicas y esto es una ventaja para Casino quien si lo hace. Las tiendas físicas que posee Amazon (Amazon 4-star, Amazon Books, Amazon Pop-up) son para ventas de artículos electrónicos, libros y otros productos no alimenticios.

El aspecto más relevante a mencionar, es que, con excepción de Amazon, todos los competidores de Casino poseen el mismo modelo de negocios. Se trata de una estrategia multi-formato en cuanto al tipo de tiendas, lo que les permite captar distintos segmentos de consumidores. A su vez, al igual que Casino, competidores como Carrefour y Tesco poseen negocios alternativos en la industria financiera y de bienes raíces. Sin embargo, una característica distintiva de estos dos es la alianza mutua que realizó lo cual les permite conseguir mejores acuerdos con proveedores, impulsando así la calidad y precios más bajos.

Una característica distintiva que posee Casino es la alianza estratégica que realizó con Ocado y Amazon. Esto significa un gran avance para Casino en el territorio del comercio electrónico. Actualmente, el grupo a través de Cdiscount es el número 2 en el territorio francés. Estas alianzas permiten reforzar su posicionamiento, y potenciar el segmento online de Monoprix.com. Si tenemos en cuenta a Carrefour, ya que mencionamos que es su competidor principal, en términos de comercio electrónico Casino está muy por delante. Puntualmente, el comercio electrónico es uno de los principales problemas que enfrenta Carrefour. Solamente el 1% de sus ventas corresponden a este segmento.

6.2 Múltiplos Utilizados

Casino pertenece al sector minorista de alimentos, el cual es considerado dentro del sector ultra defensivo. Aquí, las empresas normalmente se valoran usando EV/EBITDA, EV/Ventas, entre otros.

En primer lugar, consolidamos la información necesaria de los competidores. Luego seleccionamos los más relevantes, y calculamos la media y mediana de dichos indicadores.

Cuadro XXI: Múltiplos Relevantes

Compañía	Capitalización de Mercado (Millones)	Valor de la Firma (Millones de USD)	EV/Ventas	EV/EBITDA
<i>Grupo I: Europa</i>				
Carrefour	€ 13,230	30,067	0.31x	6.59x
DIA	€ 2,449	3,735	0.35x	5.38x
Jerónimo 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

Grupo II: Latam

Cencosud	CLP 5,125,120	13,097	17.72x	0.73x	10.24x
Lojas Americanas	BRL 2,655.00	10,482	109.50x	1.30x	9.60x
Metro AG	€ 5,808	10,368	11.83x	0.23x	4.79x
Walmart Inc	\$ 284,624	303,907	17.90x	0.59x	9.26x

Grupo III: Comercio En Linea/Modernos

Amazon	\$ 566,149	781,200	93.01x	4.39x	51.94x
Blue Apron	\$ 782	873	-	1.10x	-
Hello Fresh	€ 2,220	1,520	-16.30x	2.50x	-

Media			17.51x	0.49x	8.44x
Mediana			17.72x	0.43x	8.50x

Fuente: Reuters

Los números de Casino a diciembre de 2017 son:

Cuadro XXII: Casino 2017

Ventas	37.822
EBITDA	1.930

➤ EV/Ventas

Cuadro XXIV: Cálculo EV/Ventas

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

Casino	Media	Mediana
Valor de la Firma	€ 18,342	€ 16,276
-Deuda Financiera	€ 9,336	€ 9,336
-Intereses Minoritarios	€ 5,473	€ 5,473
+Caja y Equivalentes	€ 3,391	€ 3,391
Valor del Equity	€ 7,660	€ 5,504
Cantidad de Acciones	111	111
Precio Objetivo	€ 69,32	€ 49,81
Precio Actual	€ 48,61	€ 48,61
Variación	42,6%	2,5%

En este caso, al utilizar la media, el precio objetivo de la acción se encuentra un 42,6% por encima del precio actual. Mientras que, al usar la mediana, se encuentra un 2,5% por encima. La marcada diferencia entre la media y la mediana puede explicarse por las pocas observaciones

utilizadas. La media es una medida que suele verse afectada cuando se toman valores extremos, y por lo tanto puede que no sea representativa del conjunto en análisis. En este caso, consideramos que la mediana es un indicador más confiable.

➤ *EV/EBITDA*

Cuadro XXV: Cálculo EV/EBITDA

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

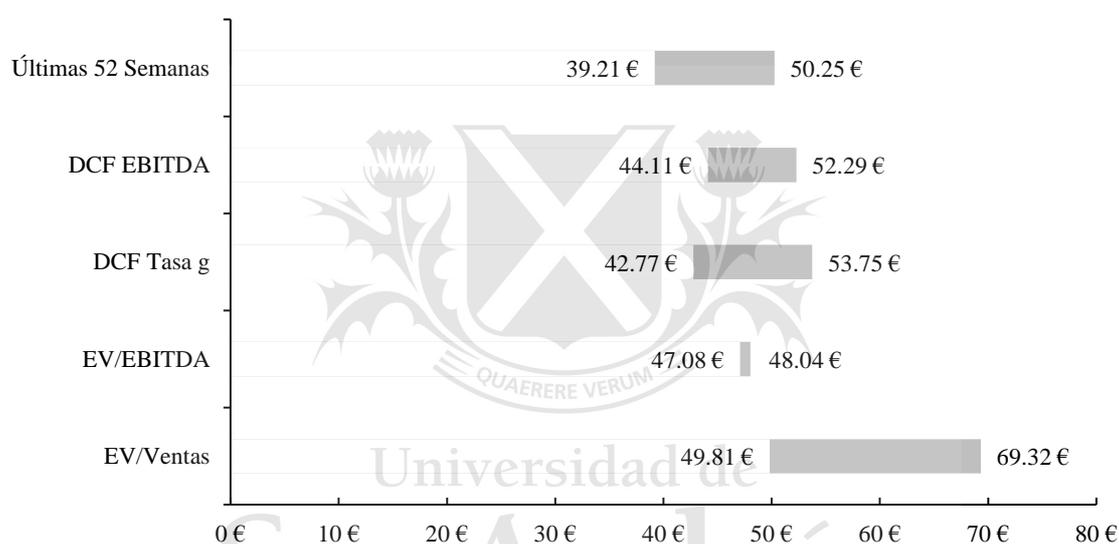
Casino	Media	Mediana
Valor de la Firma	€ 15,975	€ 16,080
-Deuda Financiera	€ 8,690	€ 8,690
-Intereses Minoritarios	€ 5,473	€ 5,473
+Caja y Equivalentes	€ 3,391	€ 3,391
Valor del Equity	€ 5,203	€ 5,308
Cantidad de Acciones	111	111
Precio Objetivo	€ 47.08	€ 48.04
Precio Actual	€ 48.61	€ 48.61
Variación	-3.1%	-1.2%

A través de este método, el precio objetivo es prácticamente igual al precio en la fecha de valuación.

7. Resumen de las Metodologías de Valuación

En el cuadro a continuación se puede observar un resumen de las metodologías de valuación empleadas. En las últimas 52 semanas la acción cotizó entre los valores € 39,21 y € 50,25. Al 31 de diciembre de 2017, se encuentra cercano al máximo de este rango. Los valores utilizados para el DCF corresponden a aquellos que arrojaron las valuaciones de los escenarios pesimista y optimista, utilizando la tasa de crecimiento a perpetuidad y el múltiplo EBITDA. El resultado obtenido en el escenario base fue de € 49,13 y € 48,87. En cuanto a los múltiplos, los valores corresponden al resultado obtenido usando tanto la media como la mediana de la industria.

Cuadro XXVI: Resumen de las Metodologías de Valuación



Fuente: Elaboración Propia

8. Riesgos

Existen diversos riesgos a los cuales la compañía puede estar expuesta, pudiendo afectar sus operaciones, posiciones financieras y resultados.

8.1 Riesgos Financieros

Los principales riesgos financieros a los cuales la empresa se encuentra expuesta son: riesgo de mercado, riesgo de crédito y contraparte, y riesgo de liquidez.

➤ *Riesgo de Mercado*

Dentro del riesgo de mercado podemos encontrar dos tipos de riesgos: de tasas de interés y de tipo de cambio.

Casino está expuesto al riesgo de tasas de interés mediante sus pasivos financieros. La estrategia del grupo para cubrirse consiste en usar instrumentos financieros de derivados, más precisamente swaps de tasas de interés fijas y variables.

Dada la locación geográfica de los países en donde opera (Latam), el grupo se encuentra expuesto al riesgo de tipo cambio. Dicho riesgo no está cubierto con ningún instrumento. El año 2017 fue positivo en estos términos. El real brasilero y el peso colombiano se apreciaron en promedio 1,2% y 7% con respecto al euro.

➤ *Riesgo de Crédito y Contraparte*

El grupo se encuentra expuesto al riesgo de contraparte a través de sus actividades operativas, inversiones de corto plazo, y aquellas para cubrir los riesgos de tasas de interés. Busca mitigarlo al tratar con contrapartes de bajo riesgo, basadas en su calificación crediticia.

Con respecto al riesgo de crédito, se encuentra principalmente expuesto a través de sus clientes. Para mitigar el riesgo de default, realizan un monitoreo constante de las cuentas por cobrar.

➤ *Riesgo de Liquidez*

La política de liquidez de la compañía consiste en tener siempre la liquidez suficiente para hacer frente a sus pasivos a medida que se acercan sus vencimientos. Algunos de los métodos utilizados para hacer frente a dicho riesgo son:

- Diversificar las fuentes de financiamiento.
- Diversificar las monedas de financiamiento. Se utiliza el euro, el dólar y las otras monedas que el grupo utiliza.
- Limitar los pagos de deuda anuales

8.2 Riesgos Operativos

➤ *Riesgo Competitivo y Económico*

Como ya hemos mencionado previamente, el grupo se encuentra en una industria muy competitiva, principalmente en Francia. En Latam, donde el grupo es líder, se enfrenta constantemente a empresas internacionales y minoristas locales que buscan aumentar su participación de mercado. Dado esto, el grupo muchas veces se ve forzado a rebajar sus precios para mantener su participación de mercado, y lo que puede impactar negativamente en sus resultados.

Más aun, los estados financieros de la empresa se encuentran ligados al ambiente económico de los países en los que opera. En el caso de que ocurriera una recesión en uno de ellos, esto podría tener un impacto negativo en los mismos.

Para mitigar estos riesgos, el grupo realiza un monitoreo constante de los negocios que tiene en cada país, implementando políticas de precios efectivas e iniciativas de fidelización de clientes.

➤ *Riesgo de Calidad de Producto*

Otro desafío que encuentra la empresa es poder garantizar la seguridad de sus productos y cumplir con los estándares de salud requeridos en cada uno de sus locales. Una falla en esta área podría derivar en demandas legales, atentando contra la reputación de la empresa y sus estados financieros. Para poder mitigar dicho riesgo hay un departamento específico encargado de corroborar el estado de las tiendas, las especificaciones de los productos, y así, asegurarse de la calidad de los mismos.

➤ *Riesgo de las Franquicias*

El grupo posee los formatos de franquicias en varios de sus segmentos. A finales del 2016, estos representaban un 52% de los locales en los formatos de supermercados (Casino, Franprix y Monoprix), tiendas de descuento (Leader Price y Surtimax) y tiendas de conveniencia (Vival y

Spar). De esta forma, el grupo se encuentra expuesto al riesgo de reputación de su marca en el caso de que las franquicias no cumplan con las prácticas y regulaciones requeridas por Casino.

➤ *Riesgo de los Proveedores*

Cuando se realizó el análisis de las cinco fuerzas de Porter, uno de los riesgos es el poder de negociación que tienen los proveedores en esta industria. En este caso, se concluyó que el poder que tienen es bajo ya que es una industria con muchos proveedores y es relativamente fácil poder cambiar de uno a otro. Siguiendo en línea con lo expuesto, Casino no es dependiente de ningún proveedor ya que opera con alrededor de 30.000. Por lo tanto, el riesgo que tienen en este caso es muy bajo.

➤ *Riesgo de Logística*

Tanto las tiendas físicas como el comercio en línea siguen una cadena de abastecimiento para poder re-abastecer las tiendas y entregar a los clientes los productos ordenados en línea. De ocurrir una falla en la cadena, el negocio se podría interrumpir y esto repercutiría en la imagen y los resultados financieros de la empresa. Para poder evitar estos inconvenientes, la cadena de abastecimiento se organiza a nivel local, y particularmente para cada segmento de la compañía. Por ejemplo, Monoprix, Franprix y Leader Price tienen su propia red de logística.

➤ *Riesgo de Mano de Obra*

La pérdida de algún directivo o gerente principal, o más aun las dificultades en el reclutamiento o la retención de los mismos, pueden impactar negativamente en la operación del grupo, ya que gran parte del éxito de la compañía depende de ellos ya que son quienes llevan a cabo las políticas de crecimiento de la empresa.

➤ *Riesgo Ambiental*

Uno de los principales problemas de hoy en día es el cambio climático. Al operar en el segmento de los alimentos, esto puede representar una gran amenaza para la empresa. Por ejemplo, podemos mencionar las inundaciones constantes en París, los ciclones en la isla de Reunion, y la seca en Brasil y Argentina. Todos estos factores climáticos tienen un efecto en el negocio de Casino, ya que afectan los precios de las materias primas, los productos de estación y los precios de la energía.

Para mitigar este riesgo, el grupo implemento una estrategia para minimizar las emisiones de dióxido de carbono y combatir el calentamiento global.

8.3 Riesgos Legales

➤ *Riesgo de Control Interno*

Dada la naturaleza de su negocio y su presencia internacional, la empresa está sujeta a una variedad de leyes y regulaciones locales, como leyes sobre el trabajo, el consumo, la competencia, la salud pública y el medio ambiente, entre otras. Cambios en estas pueden tener un impacto negativo en la empresa y sus resultados.

➤ *Riesgo Impositivo*

La empresa está sujeta al pago de impuestos. Cambios en las regulaciones y normas impositivas, así como en la tasa efectiva del pago de impuestos que impliquen un aumento en la carga tributaria pueden afectar los estados financieros de Casino.

➤ *Riesgo de Procesos Legales*

El grupo está expuesto a procesos legales presentes o futuros que provengan de reclamos de clientes, proveedores o inversores. Estos pueden originarse por daños, perjuicios, propiedad intelectual, habilitaciones u operaciones propias del negocio.

San Andrés

9. Conclusión

Para concluir con el trabajo, haremos mención a los aspectos más importantes de Casino Guichard en sí mismo y la industria en la cual participa, para entender el análisis efectuado y los posibles futuros resultados.

En primer lugar, como ya hemos mencionado a lo largo del trabajo, estamos en presencia de una industria muy competitiva, la cual se encuentra cerca de su etapa de madurez. Los mercados principales de Casino son Francia y Latam (principalmente Brasil y Colombia). La industria francesa se caracteriza por ser una industria donde hay muchos participantes fuertes, un bajo crecimiento en las ventas, bajos márgenes, y un lugar donde es muy difícil aumentar la participación de mercado. En esta industria, Casino no es líder. Dicha posición está ocupada por Leclerc y Carrefour, que continuamente luchan por superarse el uno al otro. A diferencia de Francia, Latam es un mercado donde se observa que hay potenciales crecimientos para la compañía. Si bien ya es líder en Brasil y Colombia, son mercados donde las ventas tuvieron un gran aumento en el 2017, y cuya tendencia esperamos que se mantenga en los próximos años.

Otro de los mercados de Casino es el comercio en línea. En Francia la compañía ocupa la posición número dos a través de su plataforma Cdiscount. En el 2017 la empresa implementó un plan estratégico para fomentar el crecimiento, que consistió en mejorar la experiencia para el consumidor y el desarrollo de servicios que se trasladen en un incremento en los beneficios económicos. Más aun, a fines de dicho año firmó una alianza con Ocado (el minorista en línea líder en Europa) y adquirió Sarenza.com (minorista en línea francés), las cuales se esperan que sea muy positiva en términos financieros para los próximos años. El comercio en línea es hoy en día una de las tendencias mundiales más fuertes de los últimos tiempos, y se espera que siga creciendo a un ritmo elevado.

Un aspecto muy distintivo de Casino con respecto a los competidores es que, se trata de una empresa muy endeuda. Su índice de deuda/equity para el año 2017 fue de 1,93; tres veces más el índice de la industria promedio. Esta situación no es deseable, y es por eso que la empresa en el 2015 puso en marcha un plan para reducir la deuda, y con el cual planean continuar los años próximos. Más aún, otros de sus objetivos son una reducción en los costos generales, y la apertura de más de 100 tiendas anuales, tanto en Francia como en Latino América.

Como establecimos en el resumen ejecutivo, el objetivo de dicho trabajo consistió en determinar el valor de la firma, y, por consiguiente, el valor del precio de la acción de Casino. Para esto se trabajó con dos metodologías de valuación distintas: flujo de fondos descontados y múltiplos comparables. De estas dos, consideramos de mayor relevancia los flujos de fondos descontados, ya que es un método en el cual se realiza un análisis profundo de la compañía. De todas maneras, los múltiplos comparables nos sirven como referencia al valor estimado a través de los FFD.

Al utilizar el método de flujos de fondos descontados se plantearon tres escenarios posibles: base, optimista y pesimista. Dichos escenarios fueron planteados teniendo en cuenta la performance financiera de la empresa, las proyecciones de la economía y la industria, y los objetivos planteados por la empresa para los años futuros. Los valores obtenidos se pueden ver en el cuadro a continuación, así como también una recomendación acerca de una posible decisión que podría tomar un inversor.

Escenario	Tasa g	EBITDA	Recomendación
Al 31/12/2017	€ 48,61	€ 48,61	
Base	€ 49,13	€ 48,87	Mantener
Optimista	€ 53,75	€ 52,29	Comprar
Pesimista	€ 42,77	€ 44,11	Vender

Con respecto a la valuación por múltiplos comparables, los resultados fueron los siguientes:

	Media	Mediana
EV/Ventas	€ 69,32	€ 49,81
EV/EBITDA	€ 47,08	€ 48,04

Las valuaciones a través del EV/EBITDA es similar al precio objetivo obtenido a través del DCF en un escenario base. Lo mismo para el múltiplo de EV/Ventas al utilizar la mediana. Con respecto a la media, es un tanto superior, y esto se puede explicar por la distorsión en el indicador que podría generar un valor muy alto. En estos casos, la mediana suele ser un indicador más confiable.

Anexos

Anexo I – Imágenes de los Distintos Tipos de Tiendas

Francia

Hipermercados Geant



Supermercados Casino



Tiendas de Conveniencia



Leader Price (Tiendas de Descuento)



Franprix



Monoprix



América Latina

Brasil





Colombia



Uruguay



Argentina



Anexo I – Estado de Resultados

Todos los valores están expresados en millones de euros.

	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	47,870	48,493	35,312	36,030	37,822
-Costo de Ventas	35,648	36,401	26,814	27,364	28,694
Ganancia Bruta	12,222	12,092	8,498	8,666	9,128
-Gastos Comerciales, Administrativos y Generales	9,318	9,534	7,377	7,548	7,649
-Depreciaciones y Amortizaciones	903	896	650	626	650
-Otros Gastos Operativos	(325)	(568)	(526)	(542)	(413)
Resultado Operativo (EBIT)	2,326	2,230	997	1,034	1,242
-Otros Ingresos y Egresos	267	(494)	(348)	(625)	(480)
-Intereses Financieros	(636)	(640)	(240)	(324)	(326)
-Otros Gastos Financieros	(83)	(38)	(341)	(35)	(120)
Ganancia Antes de Impuestos	1,874	1,058	68	50	316
-Impuesto a las Ganancias	390	310	13	34	56
Ganancia Después de Impuestos	1,484	748	55	16	260
-Intereses Minoritarios	(669)	(573)	(201)	482	(200)
-Asociados	43	77	57	20	13
-Operaciones Discontinuas	(2)	(2)	47	2,161	47
Ganancia Neta	856	250	(42)	2,679	120
Tasa Efectiva IIGG	20.81%	29.30%	19.12%	68.00%	17.72%

Anexo II – Estado de Situación Patrimonial

Todos los valores están expresados en millones de euros.

	2013	2014	2015	2016	2017
Activos					
Caja y Equivalentes	5,300	7,359	4,588	5,750	3,391
Cuentas a Cobrar	1,493	1,513	1,287	880	946
Inventarios	4,640	5,311	4,884	3,990	3,871
Otros Activos de Corto Plazo	1,813	1,982	2,584	7,883	8,004
Total Activos Corrientes	13,246	16,165	13,343	18,503	16,212
Propiedades, Plantas y Equipo	9,295	9,643	8,769	8,123	10,629
Inversiones de Largo Plazo	1,496	1,564	1,400	1,036	587
Activos Intangibles	14,936	15,298	13,973	12,704	9,031
- "Goodwill"	10,728	11,009	10,351	9,595	9,031
Otros Activos de Largo Plazo	1,982	2,610	2,348	1,676	1,743
Total Activos No Corrientes	27,709	29,115	26,490	23,539	21,990
Total Activos	40,955	45,280	39,833	42,042	38,202
Pasivos					
Cuentas a Pagar	6,982	8,324	8,073	6,939	6,649
Deudas Financieras de Corto Plazo	2,623	4,512	2,140	2,482	1,471
Otras Deudas Corrientes	4,380	4,434	4,701	7,768	7,689
Total Pasivos Corrientes	13,985	17,270	14,914	17,189	15,809
Deudas Financieras de Largo Plazo	8,516	9,222	9,594	7,733	7,219
Otras Deudas de Largo Plazo	2,976	3,180	2,906	2,680	2,117
Total Pasivos No Corrientes	11,492	12,402	12,500	10,413	9,336
Total Pasivos	25,477	29,672	27,414	27,602	25,145
Patrimonio Neto					
Capital Ordinario	173	173	173	170	170
Capital Preferido	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
Pago Adicional en Capital	4,088	4,092	4,093	3,992	3,992
Ganancias Retenidas	2,937	2,987	2,469	4,412	4,091
Otro Capital	(821)	(895)	(2,202)	(1,474)	(2,019)
Intereses Minoritarios	7,751	7,901	6,536	5,990	5,473
Total Patrimonio Neto	15,478	15,608	12,419	14,440	13,057
Total Pasivos y Patrimonio Neto	40,955	45,280	39,833	42,042	38,202

Anexo III – Estado de Flujo de Fondos

Todos los valores están expresados en millones de euros.

	2013	2014	2015	2016	2017
Flujo de Fondos Operativo					
Ganancia Neta Antes de IIGG	1,524	824	155	2,248	316
Depreciaciones	1,044	1,011	692	663	688
Ítems No Monetarios	219	747	1,405	(1,700)	929
Cambios en el CT	549	292	669	453	(427)
FF Operativo	3,336	2,874	2,921	1,664	1,506
Flujo de Fondos de Inversiones					
Capex	(1,559)	(1,529)	(1,485)	(1,166)	(1,114)
Otras Inversiones	(1,895)	(82)	(60)	3,769	(89)
FF de Inversiones	(3,454)	(1,611)	(1,545)	2,603	(1,203)
Flujo de Fondos de Financiación					
Ítems de Financiación	(698)	(1,047)	(1,202)	(764)	(1,171)
Pago de Dividendos	(338)	(353)	(352)	(521)	(346)
Emisión/Reducción de Acciones	1,248	(7)	(82)	(30)	(11)
Emisión/Reducción de Deuda	(202)	2,268	(1,356)	(1,460)	(945)
FF Financiero	10	861	(2,992)	(2,775)	(2,473)
Efectos del Tipo de Cambio	(679)	(37)	(1,047)	762	(481)
Flujos Netos	(787)	2,087	(2,663)	2,254	(2,651)
Caja al Inicio del Periodo	5,898	5,110	7,197	4,534	6,787
Caja al Final del Periodo	5,111	7,197	4,534	6,788	4,136
Flujo de Fondos Libre	1,777	1,345	1,436	498	392

Anexo IV – Proyecciones EERR (Escenario Base)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon	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	18,890.0	18,940.0	18,903.0	19,303.1	19,690.0	20,082.7	20,481.3	20,906.5
Latam	14,714.0	15,247.0	16,924.0	17,583.5	18,485.9	19,682.8	20,894.4	22,245.3
E-Commerce	1,708.0	1,843.0	1,995.0	2,244.0	2,500.8	2,759.2	2,897.1	3,042.0
Ventas Totales	35,312.0	36,030.0	37,822.0	39,130.6	40,676.7	42,524.6	44,272.9	46,193.8
Costo de Ventas	26,814.0	27,364.0	28,694.0	29,706.4	30,880.2	32,283.0	33,610.2	35,068.5
Margen Bruto	8,498.0	8,666.0	9,128.0	9,424.2	9,796.6	10,241.6	10,662.6	11,125.3
<i>Margen Bruto %</i>	24.07%	24.05%	24.13%	24.08%	24.08%	24.08%	24.08%	24.08%
Gastos Com. Y Adm.	8,027.0	8,174.0	8,299.0	8,786.2	9,133.4	9,548.3	9,940.8	10,372.1
Otros Gastos Operativos	(526.0)	(542.0)	(413.0)	(532.9)	(554.0)	(579.2)	(603.0)	(629.1)
EBIT	997.0	1,034.0	1,242.0	1,170.9	1,217.2	1,272.5	1,324.8	1,382.3
<i>Margen Operativo %</i>	2.82%	2.87%	3.28%	2.99%	2.99%	2.99%	2.99%	2.99%
Otros Ingresos y Egresos	476.0	735.0	561.0	635.4	660.5	690.5	718.9	750.1
Intereses Financieros Ganados	128.0	110.0	81.0	32.6	31.9	33.3	34.7	36.2
Intereses Financieros Pagados	240.0	324.0	326.0	264.4	216.8	187.3	147.7	117.1
Otros Gastos Financieros	341.0	35.0	120.0	180.0	187.1	195.6	203.7	212.5
Ganancia Antes de Impuestos	68.0	50.0	316.0	123.8	184.7	232.4	289.3	338.8
IIGG	13.0	34.0	56.0	25.8	38.5	48.4	60.2	70.5
Ganancia Despues de Impuestos	55.0	16.0	260.0	98.0	146.3	184.0	229.0	268.2
Ganancia Neta Atribuida a Intereses Minoritarios	(201.0)	482.0	(200.0)	31.3	32.5	34.0	35.4	36.9
Asociados	57.0	20.0	13.0	32.8	34.1	35.6	37.1	38.7
Operaciones Discontinuas	47.0	2,161.0	47.0	50.4	52.3	54.7	57.0	59.4
Ganancia Neta Casino	(42.0)	2,679.0	120.0	212.4	265.2	308.3	358.5	403.3
<i>Margen Neto %</i>	-0.12%	7.44%	0.32%	0.54%	0.65%	0.73%	0.81%	0.87%

Anexo V – Proyecciones Estado de Situación Patrimonial (Escenario Base)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon	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
Activos								
Caja y Equivalentes Operativo	4,888.0	5,750.0	3,391.0	3,130.4	3,254.1	3,402.0	3,541.8	3,695.5
Caja Nueva	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuentas a Cobrar	1,287.0	880.0	946.0	1,072.1	1,114.4	1,165.1	1,213.0	1,265.6
Inventarios	4,884.0	3,990.0	3,871.0	3,988.0	4,145.6	4,333.9	4,512.1	4,707.8
Otros Activos Corrientes	2,584.0	7,883.0	8,004.0	6,568.6	6,828.1	7,138.3	7,431.8	7,754.2
Total Activos Corrientes	13,343.0	18,503.0	16,212.0	14,759.1	15,342.2	16,039.2	16,698.6	17,423.1
Propiedades, Plantas y Equipo	8,769.0	8,123.0	10,629.0	10,902.4	11,156.1	11,438.3	11,744.4	12,077.2
Otros Activos No Corrientes	17,721.0	15,416.0	11,361.0	11,754.1	12,218.5	12,773.6	13,298.7	13,875.7
Total Activos	39,833.0	42,042.0	38,202.0	37,415.5	38,716.9	40,251.1	41,741.8	43,376.1
Pasivo & Patrimonio Neto								
Deuda Financiera Corriente	2,140.0	2,482.0	1,471.0	2,088.0	3,649.9	5,123.8	6,871.3	8,354.7
Cuentas a Pagar	8,073.0	6,939.0	6,649.0	7,324.9	7,614.3	7,960.2	8,287.4	8,647.0
Otros Pasivos Corrientes	4,701.0	7,768.0	7,689.0	7,200.3	7,484.8	7,824.8	8,146.5	8,500.0
Total Pasivos Corrientes	14,914.0	17,189.0	15,809.0	16,613.2	18,749.0	20,908.9	23,305.2	25,501.7
Deuda Financiera No Corriente	9,594.0	7,733.0	7,219.0	5,259.0	4,562.0	4,022.0	3,172.0	2,622.0
Otros Pasivos No Corrientes	2,906.0	2,680.0	2,117.0	2,773.7	2,883.3	3,014.3	3,138.2	3,274.4
Total Pasivos No Corrientes	12,500.0	10,413.0	9,336.0	8,032.7	7,445.3	7,036.3	6,310.2	5,896.4
Casino Equity	5,883.0	8,450.0	7,584.0	7,338.0	7,131.1	6,953.2	6,810.8	6,698.2
Intereses No Controlados	6,536.0	5,990.0	5,473.0	5,431.6	5,391.5	5,352.8	5,315.5	5,279.7
Total Patrimonio Neto	12,419.0	14,440.0	13,057.0	12,769.7	12,522.6	12,306.0	12,126.3	11,978.0
Total Pasivos & Patrimonio Neto	39,833.0	42,042.0	38,202.0	37,415.5	38,716.9	40,251.1	41,741.8	43,376.1

Anexo VI – Estado de Flujo de Fondos (Escenario Base)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon		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 Casino		(42.0)	2,679.0	120.0	212.4	265.2	308.3	358.5	403.3
+ Resultado Neto Atribuido a INC					31.3	32.5	34.0	35.4	36.9
+ Depreciaciones					744.0	763.2	780.9	800.7	822.1
Δ Capital de Trabajo					1,379.5	114.4	136.8	129.4	142.2
Δ Otros Activos No Corrientes					(393.1)	(464.4)	(555.1)	(525.1)	(577.0)
Δ Otros Pasivos No Corrientes					656.7	109.6	131.0	123.9	136.2
Flujo de Fondos Operativo					2,630.9	820.5	835.9	922.7	963.6
Capex		(1,485.0)	(1,166.0)	(1,114.0)	(1,017.4)	(1,016.9)	(1,063.1)	(1,106.8)	(1,154.8)
Flujo de Fondos de Inversiones					(1,017.4)	(1,016.9)	(1,063.1)	(1,106.8)	(1,154.8)
Repago Deuda Largo Plazo					(1,960.0)	(697.0)	(540.0)	(850.0)	(550.0)
Dividendos Pagados a INC					(72.7)	(72.7)	(72.7)	(72.7)	(72.7)
Dividendos Pagados a los Accionistas					(458.4)	(472.1)	(486.3)	(500.9)	(515.9)
Emission/Recompra de Acciones					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujo de Fondos de Financiamiento					(2,491.0)	(1,241.8)	(1,098.9)	(1,423.5)	(1,138.5)
Flujo de Fondos Neto					(877.6)	(1,438.2)	(1,326.1)	(1,607.6)	(1,329.7)
Movimientos de Caja									
Caja al Inicio					1,920.0	1,042.4	(395.8)	(1,721.9)	(3,329.5)
Flujo de Fondos Neto					(877.6)	(1,438.2)	(1,326.1)	(1,607.6)	(1,329.7)
Caja al Final				1,920.0	1,042.4	(395.8)	(1,721.9)	(3,329.5)	(4,659.2)
Caja Operativa					3,130.4	3,254.1	3,402.0	3,541.8	3,695.5
Caja al Final (Revolver)					(2,088.0)	(3,649.9)	(5,123.8)	(6,871.3)	(8,354.7)

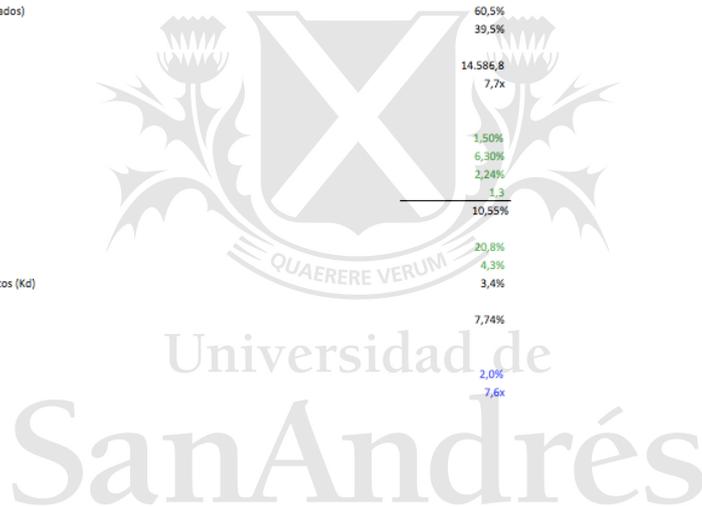


Universidad de
San Andrés

Anexo VII – DCF (Escenario Base)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon	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
Unlevered Free Cash Flows								
Ventas Totales	35,312.0	36,030.0	37,822.0	39,130.6	40,676.7	42,524.6	44,272.9	46,193.8
% Crecimiento		2.0%	5.0%	3.5%	4.0%	4.5%	4.1%	4.3%
EBITDA	1,647.0	1,660.0	1,892.0	1,915.0	1,980.4	2,053.4	2,125.5	2,204.4
EBITDA Margen %	4.7%	4.6%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
Depreciaciones	650.0	626.0	650.0	744.0	763.2	780.9	800.7	822.1
EBIT	997.0	1,034.0	1,242.0	1,170.9	1,217.2	1,272.5	1,324.8	1,382.3
EBIT Margen %	2.8%	2.9%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Impuestos	190.6	703.1	220.1	243.8	253.5	265.0	275.9	287.9
NOPAT	806.4	330.9	1,021.9	927.1	963.7	1,007.5	1,048.9	1,094.4
Depreciación				744.0	763.2	780.9	800.7	822.1
Δ Capital de Trabajo				1,379.5	114.4	136.8	129.4	142.2
Capex				(1,017.4)	(1,016.9)	(1,063.1)	(1,106.8)	(1,154.8)
Unlevered Free Cash Flow				2,033.2	824.4	862.1	872.2	903.9
Trading EV y Estructura de Capital								
Precio de la Accion al 31/12/17				48,61				
Cantidad de Acciones en Circulacion				111.0				
Capitalizacion de Mercado				5.395,7				
Intereses No Controlados				5.473,0				
Deuda				7.109,1				
Capital Total				17.977,8				
% Equity (Incluye Intereses No Controlados)				60,5%				
% Deuda				39,5%				
Valor de la Firma				14.586,8				
EV / LTM EBITDA				7,7x				
WACC								
Tasa Libre de Riesgo				1,50%				
Riesgo de Mercado				6,30%				
Riesgo País				2,24%				
Beta				1,3				
Costo del Equity (Ke)				10,55%				
Tasa Impositiva				20,8%				
Costo de la Deuda Antes de Impuestos				4,3%				
Costo de la Deuda Despues de Impuestos (Kd)				3,4%				
WACC				7,74%				
Valor Terminal								
Tasa de Crecimiento				2,0%				
EBITDA Multiplo Terminal				7,6x				
VT con Tasa de Crecimiento Perpetua								16.074,2
EBITDA Exit Multiple								7,6x
VT con EBITDA Exit Multiple								16.643,1
Tasa de Crecimiento								2,0%
Descuento								
Período de Descuento - Mid-Year				0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Factor de Descuento				96,3%	89,4%	83,0%	77,0%	71,5%
Valor Presente del Unlevered FCF				1.958,9	737,2	715,6	672,0	646,4
Valor de la Firma y de la Acción								
Valor Presente Total del Unlevered FCF				4.730,1	29,2%		4.730,1	29,2%
Valor Presente del Valor Terminal				11.495,1	70,8%		11.466,7	70,8%
Valor de la Firma				16.225,1			16.196,7	
Caja				3.391,0			3.391,0	
Deuda				8.690,0			8.690,0	
Intereses No Controlados				5.473,0			5.473,0	
Valor del Equity				5.453,1			5.424,7	
Valor de la Acción				49,13			48,87	
%				1%			1%	



Anexo VIII – Proyecciones EERR (Escenario Optimista)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon		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		18,890.0	18,940.0	18,903.0	19,352.1	19,787.0	20,228.4	20,676.9	21,155.5
Latam		14,714.0	15,247.0	16,924.0	17,713.8	18,796.4	20,234.5	21,707.4	23,364.7
E-Commerce		1,708.0	1,843.0	1,995.0	2,300.5	2,619.0	2,942.8	3,119.4	3,306.6
Ventas Totales		35,312.0	36,030.0	37,822.0	39,366.3	41,202.4	43,405.7	45,503.7	47,826.8
Costo de Ventas		26,814.0	27,364.0	28,694.0	29,885.4	31,279.2	32,951.9	34,544.6	36,308.2
Margen Bruto		8,498.0	8,666.0	9,128.0	9,481.0	9,923.1	10,453.8	10,959.1	11,518.6
<i>Margen Bruto %</i>		24.07%	24.05%	24.13%	24.08%	24.08%	24.08%	24.08%	24.08%
Gastos Com. Y Adm.		8,027.0	8,174.0	8,299.0	8,839.1	9,251.4	9,746.1	10,217.2	10,738.8
Otros Gastos Operativos		(526.0)	(542.0)	(413.0)	(536.1)	(561.2)	(591.2)	(619.7)	(651.4)
EBIT		997.0	1,034.0	1,242.0	1,178.0	1,232.9	1,298.8	1,361.6	1,431.1
<i>Margen Operativo %</i>		2.82%	2.87%	3.28%	2.99%	2.99%	2.99%	2.99%	2.99%
Otros Ingresos y Egresos		476.0	735.0	561.0	639.2	669.0	704.8	738.9	776.6
Intereses Financieros Ganados		128.0	110.0	81.0	32.7	32.2	33.8	35.6	37.3
Intereses Financieros Pagados		240.0	324.0	326.0	264.4	216.8	187.3	147.7	117.1
Otros Gastos Financieros		341.0	35.0	120.0	181.1	189.5	199.7	209.3	220.0
Ganancia Antes de Impuestos		68.0	50.0	316.0	126.0	189.8	241.0	301.3	354.7
IIGG		13.0	34.0	56.0	26.2	39.5	50.2	62.7	73.9
Ganancia Despues de Impuestos		55.0	16.0	260.0	99.8	150.3	190.8	238.6	280.9
Ganancia Neta Atribuida a Intereses Minoritarios	(201.0)	482.0	(200.0)	31.5	32.9	34.7	36.4	38.2	
Asociados	57.0	20.0	13.0	33.0	34.5	36.4	38.1	40.1	
Operaciones Discontinuas	47.0	2,161.0	47.0	50.7	53.0	55.9	58.6	61.5	
Ganancia Neta Casino	(42.0)	2,679.0	120.0	214.9	270.7	317.7	371.6	420.7	
<i>Margen Neto %</i>	-0.12%	7.44%	0.32%	0.55%	0.66%	0.73%	0.82%	0.88%	

Anexo IX – Proyecciones Estado de Situación Patrimonial (Escenario Optimista)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon		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
Activos									
Caja y Equivalentes Operativo		4,588.0	5,750.0	3,391.0	3,149.3	3,296.2	3,472.5	3,640.3	3,826.1
Caja Nueva		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuentas a Cobrar		1,287.0	880.0	946.0	1,078.5	1,128.8	1,189.2	1,246.7	1,310.3
Inventarios		4,884.0	3,990.0	3,871.0	4,012.0	4,199.1	4,423.7	4,637.5	4,874.3
Otros Activos Corrientes		2,584.0	7,883.0	8,004.0	6,608.2	6,916.4	7,286.2	7,638.4	8,028.3
Total Activos Corrientes		13,343.0	18,503.0	16,212.0	14,848.0	15,540.5	16,371.6	17,162.9	18,039.1
Propiedades, Plantas y Equipo		8,769.0	8,123.0	10,629.0	10,908.5	11,175.0	11,477.9	11,812.0	12,180.8
Otros Activos No Corrientes		17,721.0	15,416.0	11,361.0	11,824.9	12,376.4	13,038.2	13,668.4	14,366.2
Total Activos		39,833.0	42,042.0	38,202.0	37,581.4	39,091.9	40,887.7	42,643.3	44,586.1
Pasivo & Patrimonio Neto									
Deuda Financiera Corriente		2,140.0	2,482.0	1,471.0	2,147.0	3,783.9	5,352.2	7,195.9	8,791.4
Cuentas a Pagar		8,073.0	6,939.0	6,649.0	7,369.0	7,712.7	8,125.1	8,517.9	8,952.7
Otros Pasivos Corrientes		4,701.0	7,768.0	7,689.0	7,243.7	7,581.5	7,986.9	8,373.0	8,800.4
Total Pasivos Corrientes		14,914.0	17,189.0	15,809.0	16,759.7	19,078.1	21,464.3	24,086.7	26,544.5
Deuda Financiera No Corriente		9,594.0	7,733.0	7,219.0	5,259.0	4,562.0	4,022.0	3,172.0	2,622.0
Otros Pasivos No Corrientes		2,906.0	2,680.0	2,117.0	2,790.4	2,920.6	3,076.7	3,225.5	3,390.1
Total Pasivos No Corrientes		12,500.0	10,413.0	9,336.0	8,049.4	7,482.6	7,098.7	6,397.5	6,012.1
Casino Equity		5,883.0	8,450.0	7,584.0	7,340.5	7,139.2	6,970.6	6,841.3	6,746.2
Intereses No Controlados		6,336.0	5,990.0	5,473.0	5,431.8	5,392.1	5,354.1	5,317.8	5,283.3
Total Patrimonio Neto		12,419.0	14,440.0	13,057.0	12,772.3	12,531.2	12,324.7	12,159.1	12,029.5
Total Pasivos & Patrimonio Neto		39,833.0	42,042.0	38,202.0	37,581.4	39,091.9	40,887.7	42,643.3	44,586.1

Anexo X – Estado de Flujo de Fondos (Escenario Optimista)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon		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 Casino		(42.0)	2,679.0	120.0	214.9	270.7	317.7	371.6	420.7
+ Resultado Neto Atribuido a INC					31.5	32.9	34.7	36.4	38.2
+ Depreciaciones					744.0	763.6	782.2	803.4	826.8
Δ Capital de Trabajo					1,397.0	135.9	163.1	155.3	172.0
Δ Otros Activos No Corrientes					(463.9)	(551.5)	(661.8)	(630.2)	(697.8)
Δ Otros Pasivos No Corrientes					673.4	130.1	156.2	148.7	164.7
Flujo de Fondos Operativo					2,596.9	781.8	792.1	885.2	924.6
Capex		(1,485.0)	(1,166.0)	(1,114.0)	(1,023.5)	(1,030.1)	(1,085.1)	(1,137.6)	(1,195.7)
Flujo de Fondos de Inversiones					(1,023.5)	(1,030.1)	(1,085.1)	(1,137.6)	(1,195.7)
Repago Deuda Largo Plazo					(1,960.0)	(697.0)	(540.0)	(850.0)	(550.0)
Dividendos Pagados a INC					(72.7)	(72.7)	(72.7)	(72.7)	(72.7)
Dividendos Pagados a los Accionistas					(458.4)	(472.1)	(486.3)	(500.9)	(515.9)
Emission/Recompra de Acciones					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujo de Fondos de Financiamiento					(2,491.0)	(1,241.8)	(1,098.9)	(1,423.5)	(1,138.5)
Flujo de Fondos Neto					(917.7)	(1,490.0)	(1,392.0)	(1,675.9)	(1,409.6)
Movimientos de Caja									
Caja al Inicio					1,920.0	1,002.3	(487.7)	(1,879.7)	(3,555.6)
Flujo de Fondos Neto					(917.7)	(1,490.0)	(1,392.0)	(1,675.9)	(1,409.6)
Caja al Final				1,920.0	1,002.3	(487.7)	(1,879.7)	(3,555.6)	(4,965.2)
Caja Operativa					3,149.3	3,296.2	3,472.5	3,640.3	3,826.1
Caja al Final (Revolver)					(2,147.0)	(3,783.9)	(5,352.2)	(7,195.9)	(8,791.4)

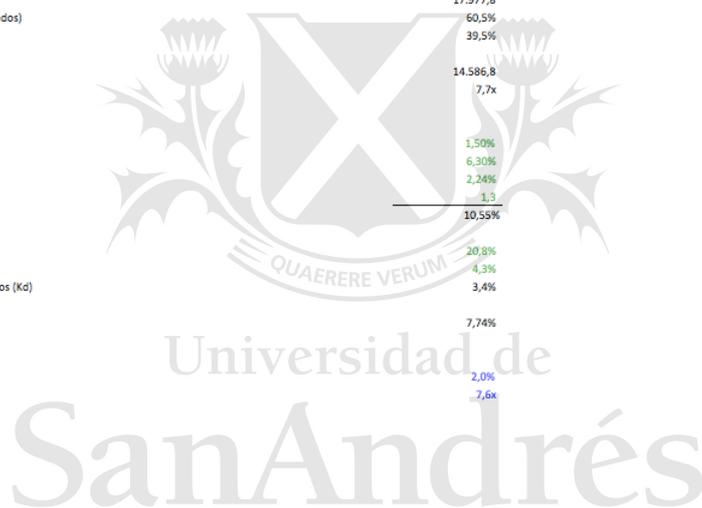


Universidad de
San Andrés

Anexo XI – DCF (Escenario Optimista)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

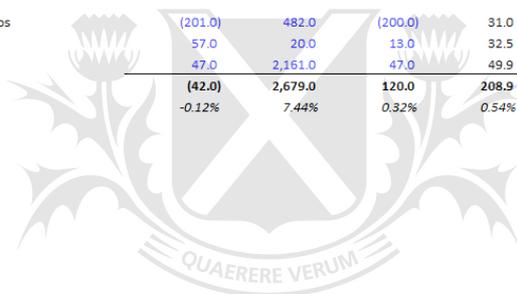
Casino Guichard Perrachon		Hist.	Hist.	Hist.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Análisis de Flujo de Fondos Descontados		12/31/15	12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Unlevered Free Cash Flows									
Ventas Totales		35,312.0	36,030.0	37,822.0	39,366.3	41,202.4	43,405.7	45,503.7	47,826.8
% Crecimiento			2.0%	5.0%	4.1%	4.7%	5.3%	4.8%	5.1%
EBITDA		1,647.0	1,660.0	1,892.0	1,922.0	1,996.5	2,081.1	2,165.1	2,258.0
EBITDA Margen %		4.7%	4.6%	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%
Depreciaciones		650.0	626.0	650.0	744.0	763.6	782.2	803.4	826.8
EBIT		997.0	1,034.0	1,242.0	1,178.0	1,232.9	1,298.8	1,361.6	1,431.1
EBIT Margen %		2.8%	2.9%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Impuestos		190.6	703.1	220.1	245.3	256.7	270.5	283.6	298.0
NOPAT		806.4	330.9	1,021.9	932.7	976.2	1,028.4	1,078.1	1,133.1
Depreciation					744.0	763.6	782.2	803.4	826.8
Δ Capital de Trabajo					1,397.0	135.9	163.1	155.3	172.0
Capex					(1,023.5)	(1,030.1)	(1,085.1)	(1,137.6)	(1,195.7)
Unlevered Free Cash Flow					2,050.1	845.6	888.6	899.2	936.2
Trading EV y Estructura de Capital									
Precio de la Accion al 31/12/17				48,61					
Cantidad de Acciones en Circulacion				111,0					
Capitalizacion de Mercado				5,395,7					
Intereses No Controlados				5,473,0					
Deuda				7,109,1					
Capital Total				17,977,8					
% Equity (Incluye Intereses No Controlados)				60,5%					
% Deuda				39,5%					
Valor de la Firma				14,586,8					
EV / LTM EBITDA				7,7x					
WACC									
Tasa Libre de Riesgo				1,50%					
Riesgo de Mercado				6,30%					
Riesgo País				2,24%					
Beta				1,3					
Costo del Equity (Ke)				10,55%					
Tasa Impositiva				20,8%					
Costo de la Deuda Antes de Impuestos				4,3%					
Costo de la Deuda Despues de Impuestos (Kd)				3,4%					
WACC				7,74%					
Valor Terminal									
Tasa de Crecimiento				2,0%					
EBITDA Multiplo Terminal				7,6x					
VT con Tasa de Crecimiento Perpetua									16,649,6
EBITDA Exit Multiple									7,7x
VT con EBITDA Exit Multiple									17,047,8
Tasa de Crecimiento									1,9%
Descuento									
Período de Descuento - Mid-Year					0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Factor de Descuento					96,3%	89,4%	83,0%	77,0%	71,5%
Valor Presente del Unlevered FCF					1,975,2	756,2	737,6	692,8	669,5
Valor de la Firma y de la Acción									
Valor Presente Total del Unlevered FCF					4,831,3	28,9%		4,831,3	29,1%
Valor Presente del Valor Terminal					11,906,6	71,1%		11,745,5	70,9%
Valor de la Firma					16,737,8			16,576,7	
Caja				3,391,0				3,391,0	
Deuda				8,690,0				8,690,0	
Intereses No Controlados				5,473,0				5,473,0	
Valor del Equity				5,965,8				5,804,7	
Valor de la Acción					53,75			52,29	
%					11%			8%	



Anexo XII – Proyecciones EERR (Escenario Pesimista)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon		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		18,890.0	18,940.0	18,903.0	19,196.9	19,479.9	19,766.0	20,055.5	20,363.3
Latam		14,714.0	15,247.0	16,924.0	17,418.6	18,089.1	18,967.5	19,843.2	20,805.3
E-Commerce		1,708.0	1,843.0	1,995.0	2,181.8	2,371.8	2,560.7	2,656.7	2,756.4
Ventas Totales		35,312.0	36,030.0	37,822.0	38,797.3	39,940.8	41,294.3	42,555.4	43,925.0
Costo de Ventas		26,814.0	27,364.0	28,694.0	29,453.4	30,321.5	31,349.0	32,306.4	33,346.1
Margen Bruto		8,498.0	8,666.0	9,128.0	9,343.9	9,619.3	9,945.3	10,249.0	10,578.9
<i>Margen Bruto %</i>		24.07%	24.05%	24.13%	24.08%	24.08%	24.08%	24.08%	24.08%
Gastos Com. Y Adm.		8,027.0	8,174.0	8,299.0	8,711.4	8,968.1	9,272.0	9,555.2	9,862.7
Otros Gastos Operativos		(526.0)	(542.0)	(413.0)	(528.4)	(544.0)	(562.4)	(579.6)	(598.2)
EBIT		997.0	1,034.0	1,242.0	1,161.0	1,195.2	1,235.7	1,273.4	1,314.4
<i>Margen Operativo %</i>		2.82%	2.87%	3.28%	2.99%	2.99%	2.99%	2.99%	2.99%
Otros Ingresos y Egresos		476.0	735.0	561.0	630.0	648.5	670.5	691.0	713.2
Intereses Financieros Ganados		128.0	110.0	81.0	32.5	31.5	32.5	33.5	34.6
Intereses Financieros Pagados		240.0	324.0	326.0	264.4	216.8	187.3	147.7	117.1
Otros Gastos Financieros		341.0	35.0	120.0	178.5	183.7	190.0	195.8	202.1
Ganancia Antes de Impuestos		68.0	50.0	31.0	120.6	177.6	220.4	272.5	316.5
IIGG		13.0	34.0	56.0	25.1	37.0	45.9	56.7	65.9
Ganancia Despues de Impuestos		55.0	16.0	260.0	95.5	140.6	174.5	215.8	250.6
Ganancia Neta Atribuida a Intereses Minoritarios Asociados	(201.0)	482.0	(200.0)	31.0	31.9	33.0	34.0	35.1	
Operaciones Discontinuas	57.0	20.0	13.0	32.5	33.5	34.6	35.6	36.8	
Ganancia Neta Casino	47.0	2,161.0	47.0	49.9	51.4	53.1	54.8	56.5	
<i>Margen Neto %</i>	(42.0)	2,679.0	120.0	208.9	257.4	295.3	340.2	379.1	
	-0.12%	7.44%	0.32%	0.54%	0.64%	0.72%	0.80%	0.86%	

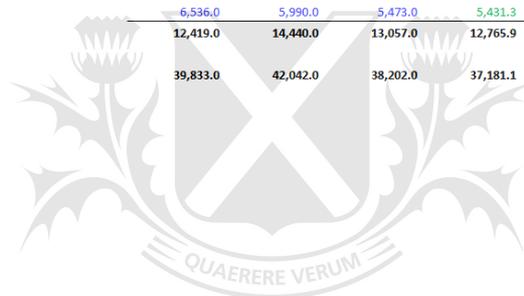


Universidad de
San Andrés

Anexo XII – Proyecciones Estado de Situación Patrimonial (Escenario Pesimista)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon	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
Activos								
Caja y Equivalentes Operativo	4,588.0	5,750.0	3,391.0	3,103.8	3,195.3	3,303.5	3,404.4	3,514.0
Caja Nueva	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuentas a Cobrar	1,287.0	880.0	946.0	1,062.9	1,094.3	1,131.3	1,165.9	1,203.4
Inventarios	4,884.0	3,990.0	3,871.0	3,954.0	4,070.6	4,208.5	4,337.0	4,476.6
Otros Activos Corrientes	2,584.0	7,883.0	8,004.0	6,512.6	6,704.6	6,931.8	7,143.5	7,373.4
Total Activos Corrientes	13,343.0	18,503.0	16,212.0	14,633.4	15,064.7	15,575.2	16,050.8	16,567.4
Propiedades, Plantas y Equipo	8,769.0	8,123.0	10,629.0	10,893.7	11,129.7	11,382.9	11,650.0	11,932.6
Otros Activos No Corrientes	17,721.0	15,416.0	11,361.0	11,654.0	11,997.4	12,404.0	12,782.8	13,194.2
Total Activos	39,833.0	42,042.0	38,202.0	37,181.1	38,191.8	39,362.1	40,483.7	41,694.3
Pasivo & Patrimonio Neto								
Deuda Financiera Corriente	2,140.0	2,482.0	1,471.0	2,004.6	3,462.3	4,804.9	6,418.3	7,747.8
Cuentas a Pagar	8,073.0	6,939.0	6,649.0	7,262.5	7,476.5	7,729.9	7,966.0	8,222.3
Otros Pasivos Corrientes	4,701.0	7,768.0	7,689.0	7,139.0	7,349.4	7,598.4	7,830.5	8,082.5
Total Pasivos Corrientes	14,914.0	17,189.0	15,809.0	16,406.1	18,288.2	20,133.2	22,214.7	24,052.6
Deuda Financiera No Corriente	9,594.0	7,733.0	7,219.0	5,259.0	4,562.0	4,022.0	3,172.0	2,622.0
Otros Pasivos No Corrientes	2,906.0	2,680.0	2,117.0	2,750.1	2,831.1	2,927.1	3,016.5	3,113.6
Total Pasivos No Corrientes	12,500.0	10,413.0	9,336.0	8,009.1	7,393.1	6,949.1	6,188.5	5,735.6
Casino Equity	5,883.0	8,450.0	7,584.0	7,334.6	7,119.9	6,928.9	6,768.2	6,631.4
Intereses No Controlados	6,536.0	5,990.0	5,473.0	5,431.3	5,390.6	5,350.9	5,312.3	5,274.7
Total Patrimonio Neto	12,419.0	14,440.0	13,057.0	12,765.9	12,510.5	12,279.8	12,080.5	11,906.1
Total Pasivos & Patrimonio Neto	39,833.0	42,042.0	38,202.0	37,181.1	38,191.8	39,362.1	40,483.7	41,694.3



Universidad de
San Andrés

Anexo XIV – Estado de Flujo de Fondos (Escenario Pesimista)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon		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 Casino		(42.0)	2,679.0	120.0	208.9	257.4	295.3	340.2	379.1
+ Resultado Neto Atribuido a INC					31.0	31.9	33.0	34.0	35.1
+ Depreciaciones					744.0	762.6	779.1	796.8	815.5
Δ Capital de Trabajo					1,354.9	84.6	100.2	93.4	101.4
Δ Otros Activos No Corrientes					(293.0)	(343.5)	(406.6)	(378.8)	(411.4)
Δ Otros Pasivos No Corrientes					633.1	81.1	95.9	89.4	97.1
Flujo de Fondos Operativo					2,678.9	874.1	896.9	974.9	1,016.7
Capex		(1,485.0)	(1,166.0)	(1,114.0)	(1,008.7)	(998.5)	(1,032.4)	(1,063.9)	(1,098.1)
Flujo de Fondos de Inversiones					(1,008.7)	(998.5)	(1,032.4)	(1,063.9)	(1,098.1)
Repago Deuda Largo Plazo					(1,960.0)	(697.0)	(540.0)	(850.0)	(550.0)
Dividendos Pagados a INC					(72.7)	(72.7)	(72.7)	(72.7)	(72.7)
Dividendos Pagados a los Accionistas					(458.4)	(472.1)	(486.3)	(500.9)	(515.9)
Emission/Recompra de Acciones					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujo de Fondos de Financiamiento					(2,491.0)	(1,241.8)	(1,098.9)	(1,423.5)	(1,138.5)
Flujo de Fondos Neto					(820.8)	(1,366.2)	(1,234.4)	(1,512.5)	(1,219.9)
Movimientos de Caja									
Caja al Inicio					1,920.0	1,099.2	(267.0)	(1,501.4)	(3,013.9)
Flujo de Fondos Neto					(820.8)	(1,366.2)	(1,234.4)	(1,512.5)	(1,219.9)
Caja al Final				1,920.0	1,099.2	(267.0)	(1,501.4)	(3,013.9)	(4,233.8)
Caja Operativa					3,103.8	3,195.3	3,303.5	3,404.4	3,514.0
Caja al Final (Revolver)					(2,004.6)	(3,462.3)	(4,804.9)	(6,418.3)	(7,747.8)

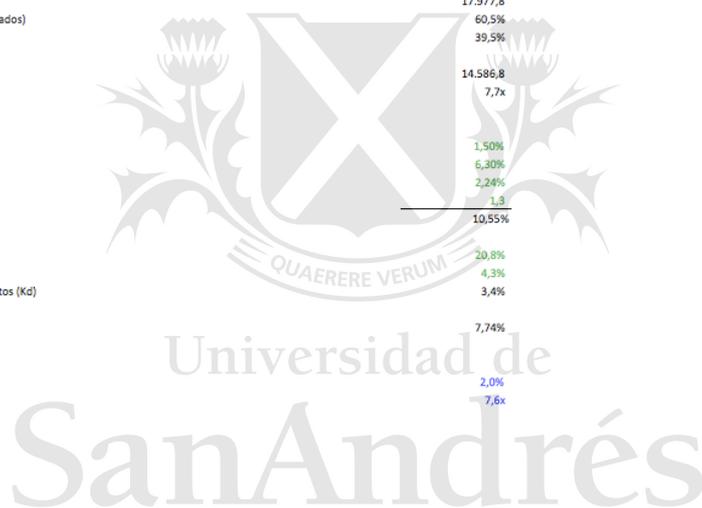


Universidad de
San Andrés

Anexo XV – DCF (Escenario Pesimista)

Todos los valores están expresados en millones de euros.

Casino Guichard Perrachon	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
Unlevered Free Cash Flows								
Ventas Totales	35,312.0	36,030.0	37,822.0	38,797.3	39,940.8	41,294.3	42,555.4	43,925.0
% Crecimiento		2.0%	5.0%	2.6%	2.9%	3.4%	3.1%	3.2%
EBITDA	1,647.0	1,660.0	1,892.0	1,905.0	1,957.7	2,014.7	2,070.2	2,129.9
EBITDA Margen %	4.7%	4.6%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.8%
Depreciaciones	650.0	626.0	650.0	744.0	762.6	779.1	796.8	815.5
EBIT	997.0	1,034.0	1,242.0	1,161.0	1,195.2	1,235.7	1,273.4	1,314.4
EBIT Margen %	2.8%	2.9%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Impuestos	190.6	703.1	220.1	241.8	248.9	257.3	265.2	273.7
NOPAT	806.4	330.9	1,021.9	919.2	946.3	978.3	1,008.2	1,040.7
Depreciation				744.0	762.6	779.1	796.8	815.5
Δ Capital de Trabajo				1,354.9	84.6	100.2	93.4	101.4
Capex				(1,008.7)	(998.5)	(1,032.4)	(1,063.9)	(1,098.1)
Unlevered Free Cash Flow				2,009.3	795.0	825.3	834.5	859.4
Trading EV y Estructura de Capital								
Precio de la Accion al 31/12/17			48,61					
Cantidad de Acciones en Circulacion			111.0					
Capitalizacion de Mercado			5,395.7					
Intereses No Controlados			5,473.0					
Deuda			7,109.1					
Capital Total			17,977.8					
% Equity (Incluye Intereses No Controlados)			60.5%					
% Deuda			39.5%					
Valor de la Firma			14,586.8					
EV / LTM EBITDA			7.7x					
WACC								
Tasa Libre de Riesgo			1.50%					
Riesgo de Mercado			6.30%					
Riesgo País			2.24%					
Beta			1.3					
Costo del Equity (Ke)			10.55%					
Tasa Impositiva			20.8%					
Costo de la Deuda Antes de Impuestos			4.3%					
Costo de la Deuda Despues de Impuestos (Kd)			3.4%					
WACC			7.74%					
Valor Terminal								
Tasa de Crecimiento			2.0%					
EBITDA Multiplo Terminal			7.6x					
VT con Tasa de Crecimiento Perpetua								15,283.7
EBITDA Exit Multiple								7.4x
VT con EBITDA Exit Multiple								16,080.7
Tasa de Crecimiento								2.1%
Descuento								
Período de Descuento - Mid-Year				0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
Factor de Descuento				96.3%	89.4%	83.0%	77.0%	71.5%
Valor Presente del Unlevered FCF				1,935.9	710.9	685.0	642.9	614.6
Valor de la Firma y de la Acción								
				Perpetuidad			Exit	
Valor Presente Total del Unlevered FCF				4,589.3	29.6%		4,589.3	29.3%
Valor Presente del Valor Terminal				10,929.7	70.4%		11,079.2	70.7%
Valor de la Firma				15,519.0			15,668.4	
Caja				3,391.0			3,391.0	
Deuda				8,690.0			8,690.0	
Intereses No Controlados				5,473.0			5,473.0	
Valor del Equity				4,747.0			4,896.4	
Valor de la Acción				42.77			44.11	
%				-12%			-9%	



Anexo XV – Sensibilidad Beta

Sensibilidad del Beta en el cálculo del Costo del Equity para el WACC en base a los distintos intervalos temporales de la regresión entre la acción CO.PA y el STOXX600. En el modelo el intervalo temporal utilizado son cinco años.

Intervalo Temporal	Beta	Ke	WACC	Valor de la Firma	
				Tasa g	Múltiplo EBITDA
1 año	0.80	7.13%	5.67%	24,522	17,545
2 años	0.62	5.86%	4.90%	30,593	18,085
3 años	1.20	9.94%	7.37%	17,227	16,424
4 años	1.15	9.59%	7.16%	17,876	16,559
5 años	1.29	10.55%	7.74%	16,225	16,197
Promedio	1.01	8.61%	6.56%	20,015	16,944



Universidad de
San Andrés

Bibliografía

a. Bibliografía Específica

- Brigham & Houston; Fundamentals of Financial Management. Fourth Edition, 2004
- Damodaran, Aswath; Investment Valuation. Second Edition, John Wiley & Sons Inc., 2002
- Porter, Michael E; Ventaja Competitiva. Creación y Sostenimiento de un Desempeño Superior. Compañía Editorial Continental, 1991

b. Sitios Web

- Aswath Damodaran; <http://www.pages.stern.nyu.edu>
 - Data “Risk/Discount Rate”, “Capital Structure”
- Bloomberg; <http://www.bloomberg.com>
 - Euribor Swap Rate
- Casino Guichard Perrachon; <http://www.groupe-casino.fr>
 - “Annual Reports”
 - “Full Year Results”
 - “Investor Presentations”
- EMIS Research; <http://www.emis.com>
 - “Argentina: Retail Sector 2017/2018”, EMIS, 2017
 - “Brazil: Consumer Goods & Retail Sector 2017/2021”, 2017
 - “Brazil Grocery Retailing”, Mintel, 2016
 - “Casino Guichard-Perrachon SA in Retailing (World)”, Passport, Agosto 2017
 - “Colombia: Consumer & Retail Report”, BMI Research, Diciembre 2017
- Fondo Monetario Internacional; <http://www.imf.org>
 - “World Economic Outlook - Inflation”, Octubre 2018
- 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
 - “Grocery Market Share France”
 - “The Chaning Channel Landscape”, Mayo 2018
 - “The Future of E-Commerce in FMCG”, Noviembre 2017

- Reuters; <http://www.reuters.com>
 - Research reports by Banks (HSBC, Raymond James, Societe Generale, Barclays, JP Morgan, Deutsche, Santander, UBS, Credit Suisse)
- Yahoo Finance; <http://es.finance.yahoo.com>
 - Datos Históricos de Cotización de Acciones



Universidad de
San Andrés