



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación de Wal-Mart inc.

Autor: Ariel Goldfaber

DNI: 29696578

Director de Tesis: Diego Fernández Molero

Buenos Aires, diciembre 2017



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Trabajo de graduación
Valuación de Wal-Mart inc.

San Andrés
Walmart 

Autor: Ariel Goldfaber
DNI: 29696578

Director de Tesis: Diego Fernández Molero

Buenos Aires, diciembre 2017

ÍNDICE

1. RESUMEN EJECUTIVO	1
2. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO.....	3
2.1. La empresa	3
2.2. Unidades de negocio	6
2.3. Contribución al resultado operativo por segmento.....	8
3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA.....	10
3.1. La industria del retail.....	10
3.2. Competidores	13
3.3. Mercado por segmento.....	14
3.4. Puntos de venta anuales	16
3.5. Ventas en las mismas tiendas	22
3.6. Ventas por pie cuadrado	23
3.7. Ventaja competitiva	24
3.8. La estrategia online: la adquisición de Jet.com.....	24
4. ANÁLISIS FINANCIERO	27
4.1. Análisis Porcentual del Estado de Resultados.....	27
4.2. Crecimiento de Ventas y Márgenes Operativos.....	28
4.3. Análisis Porcentual de los Estado Financieros	29
4.4. Ratios de Rentabilidad	31
4.5. ROA y ROE – Ratio DuPont	32
4.6. Ratios de Eficiencia.....	33
4.7. Ratios Crediticios.....	34
5. VALUACIÓN	35
5.1. Flujos de Caja Descontados.....	35
5.2. Factores que afectan el crecimiento de las ventas	36
5.3. Márgenes operativos	40
5.4. Gastos de Capital.....	41
5.5. Gastos de Amortización y Depreciación.....	43
5.6. Capital de trabajo	45
5.7. Cálculo de los flujos de fondos.....	48
5.8. Tasa de descuento.....	49
5.9. Escenario Base.....	57
5.10. Resultados	58
5.11. Múltiplos por comparables	61

6. BIBLIOGRAFÍA	67
7. ANEXOS	69
7.1. Detalle de puntos de venta por estado en Walmart US – Año fiscal 2016	69
7.2. Detalle de puntos de venta por país en Walmart INT – Año fiscal 2016	70
7.3. Proyección del flujo de fondos descontado - Escenario Optimista	71
7.4. Proyección del flujo de fondos descontado - Escenario Pesimista	72



Universidad de
San Andrés

1. RESUMEN EJECUTIVO

La idea central de este trabajo es realizar la valuación de Wal-Mart Stores, Inc. a través de dos métodos: por flujos de cajas descontados (DCF por sus siglas en inglés) y por múltiplos por comparables.

El trabajo nos llevará a conocer y comprender el modelo de negocio de una de las corporaciones multinacionales de tiendas más grande del mundo, el desempeño que viene ofreciendo en los últimos años en el negocio del retail junto con el resto de los actores principales de una industria que está en pleno cambio y donde el rol del e-commerce viene jugando un rol fundamental en la fidelización de clientes y generación de ventas.

Con el primer modelo de valuación se intentará obtener un valor aproximado del valor de la compañía basado en la capacidad de generación de flujos de caja teniendo en cuenta las principales variables como el crecimiento de ventas para todas las unidades de negocios, los márgenes operativos, el nivel de gastos de capital en mantenimiento y modernización de tiendas y egresos financieros. Para este modelo se utilizarán tres escenarios: Base, optimista y pesimista que intentarán resaltar las variables comentadas y mostrar la sensibilidad del modelo en cada situación.

El segundo modelo buscará analizar a través de ratios de empresas comparables de la industria del retail y establecer valores de referencia a través de ciertos múltiplos seleccionados aplicables a Walmart como P/E, EV /SALES y EV/ EBITDA.

Los resultados obtenidos por el DCF en el escenario base arrojan un precio por acción de 107,31 dólares, que estaría por encima del valor de cotización de 66,74 dólares al 31/01/2017, que es el momento base en el cual nos posicionamos al realizar la valuación.

La principal variable se sitúa en el crecimiento de las ventas y márgenes operativos, para lo cual se estima que la compañía alcanzaría un nivel de crecimiento moderado cercano al 2% en un escenario base. Para el escenario optimista el crecimiento estará en torno al 4% y en el escenario pesimista en el 0,5%, con lo cual para estos escenarios obtenemos resultados de 333,10 dólares y 83,05 dólares por acción respectivamente.

Por otro lado, los resultados obtenidos por múltiplos arrojan valores más cercanos entre ellos y con respecto al valor de mercado. El múltiplo de P/E arroja valores entre 70 y 77 dólares y podría ser un poco más alto ya que el nivel de ganancia por acción del último ejercicio fiscal estuvo por debajo del promedio de los últimos 5 años. Esto puede deberse a que la compañía está realizando fuertes inversiones en el sector de e-commerce buscando posicionarse. Igualmente, el ratio P/E de 15,22x de Walmart está en línea con otras cadenas de supermercados americanos como Target 13,92x y Kroger 16,27x, mientras que la mediana de industria está en un valor de 16,27 con varias cadenas de supermercados cerca de ese valor salvo algunas excepciones.

En relación a la valuación por EV /EBITDA, con un ratio promedio de la industria de tiendas minoristas de 9,60 y una mediana de 8,59, arroja un precio de la acción de entre 69 y 86 dólares.

Asimismo, en relación a la valuación por EV /SALES con un ratio promedio de la industria de alimentos de 0,53x y una mediana de 0,44, arroja un precio de la acción de entre 66 y 75 dólares.

En conclusión, luego del análisis realizado podemos observar que las diferentes valuaciones para Walmart ofrecen precios por acción por encima del valor de mercado con lo cual podríamos afirmar que el precio estaría subvaluado por el mismo. Esta situación podría darse principalmente debido a que los inversionistas están a la espera de los pasos de la firma en el mundo digital y como la performance pareciera ser buena el precio va subiendo levemente hasta situarse cerca de los 90 dólares en la actualidad y superando nuevos valores históricos.

Es muy importante además prestar atención a las señales que da la compañía en cuanto a las políticas del uso del cash Flow con respecto a las inversiones y recompra de acciones para brindar una ganancia por acción superior. Restaría seguir de cerca al sector Internacional de Walmart para poder analizar las expectativas de crecimiento y posicionamiento en el mundo.

La principal variable que afecta la valuación de la compañía es el crecimiento de las ventas y los márgenes operativos y es por eso en el mediano plazo serán vitales las estrategias del management con respecto al mantenimiento de la cuota en el mercado del retail, que está afrontando cambios importantes migrando al mundo digital y donde afloran grandes jugadores que quieren destronar al gigante de las tiendas de descuento.



2. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

2.1. La empresa

Walmart Stores, Inc. es una de las corporaciones multinacionales de tiendas más grande del mundo con ventas por casi \$ 486 mil millones de dólares anuales. Casi 260 millones de clientes son atendidos semanalmente en las 11.695 tiendas abiertas en 28 países además de brindar servicio de e-commerce por internet en 11 países.

La compañía, que fue fundada por Sam Walton en Bentonville, Arkansas, Estados Unidos en 1962 tuvo un crecimiento en los ingresos por \$ 40 mil millones de dólares para los últimos 5 años y proyectan tener ingresos superiores entre \$ 45 y \$ 60 mil millones para los próximos 3 años fiscales.

Wal-Mart Stores (En adelante Walmart) es la mayor compañía del mundo por ingresos, además de ser el minorista # 1 más grande del mundo con más de 2.3 millones de empleados.

En Estados Unidos, Walmart opera con más de 5.300 tiendas, incluyendo alrededor de 4.670 tiendas Walmart y 660 almacenes Sam's Club, y un número creciente de tiendas de formato más pequeño. La división internacional de crecimiento más rápido de la compañía (26% de las ventas) cuenta con más de 6.300 tiendas.

Es importante remarcar que Walmart es también el minorista # 1 en Canadá y México y tiene operaciones en Asia, África, Europa y Latinoamérica.

La estrategia de la compañía se centra proveer valor a sus clientes proporcionando productos a los precios más bajos posible, principalmente para su segmento de productos básicos de cada día como alimentos y farmacia, así como también, pero en menor proporción de otros productos como entretenimiento, vestimenta y artículos para el hogar. Walmart es capaz de proporcionar bienes con grandes descuentos mediante esfuerzos agresivos de reducción de costos y mejoras en la eficiencia operativa y la gestión de la cadena de suministro.

Walmart posee tres segmentos muy definidos que la componen: el segmento doméstico, el segmento internacional y el segmento de las tiendas Sam's Club.

El segmento de Walmart Estados Unidos es el segmento más grande y opera tiendas minoristas, el segundo segmento es Walmart Internacional con operaciones fuera de los Estados Unidos y el tercer segmento es Sam's Club que son clubes de almacenes sólo para miembros. Es importante destacar que todos los segmentos incluyen operaciones digitales.

Dentro de Estados Unidos donde el mercado de retail está muy desarrollado, el enfoque primordial de Walmart viene siendo desde hace tiempo el comercio electrónico, donde la empresa espera continuar con el crecimiento doméstico que viene teniendo. La empresa ha sufrido un crecimiento muy importante del eCommerce en todos los mercados de retail donde domina y seguirá luchando por imponer su filosofía en el

futuro compitiendo contra importantes competidores locales como contra el gigante del retail digital que es Amazon.

En cuanto al segmento internacional el enfoque se centrará en la expansión y mejora de la eficiencia operativa. Los márgenes del segmento internacional presentan significativas diferencias con respecto a los segmentos del mercado doméstico, y los directivos han definido que sea una meta para mejorar para los próximos ejercicios mejorando los márgenes netos y operativos a través de un agresivo recorte de costos y aumentos en la eficiencia operativa.

Según podemos entender el motor del crecimiento en el futuro de la compañía serán principalmente la expansión y el crecimiento de la competencia a nivel internacional y un mayor desarrollo del comercio electrónico en todos sus segmentos.

La empresa debe ser capaz de continuar el crecimiento a través de nuevas iniciativas, principalmente para tomar un rol protagónico en el mercado del retail que viene sufriendo cambios en los hábitos de consumo por parte de los americanos. Walmart llegó tarde al juego, y acaba de comenzar a poner un enfoque tan pesado en el comercio electrónico, por eso debe apalancarse en su estructura, capacidad y experiencia para ganar cuota de mercado y obtener resultados sólidos.

Los competidores representan una amenaza significativa para la compañía en el futuro. Target ha expandido sus ofertas de comestibles y está buscando competir con Walmart en la categoría de hipermercados y Costco busca competir con el segmento de los almacenes de membresía intensificando su política de precios bajos. Sin embargo, esta presión por parte de sus competidores no representa una severa amenaza para Walmart, que es una empresa bien establecida y que ha proporcionado la más amplia variedad de productos a los precios más baratos por mucho tiempo, posicionándola como una compañía líder de mercado, madura y con una amplia solvencia.

Ahora bien, los competidores en eCommerce como Amazon plantean una amenaza mucho más significativa. Aunque hay dificultades para competir con Walmart en el negocio de comestibles y productos de farmacia, la competencia en artículos para el hogar y aquellos de línea blanca es feroz. Walmart viene haciendo grandes progresos en el comercio electrónico, pero aún está por detrás de Amazon en el sector.

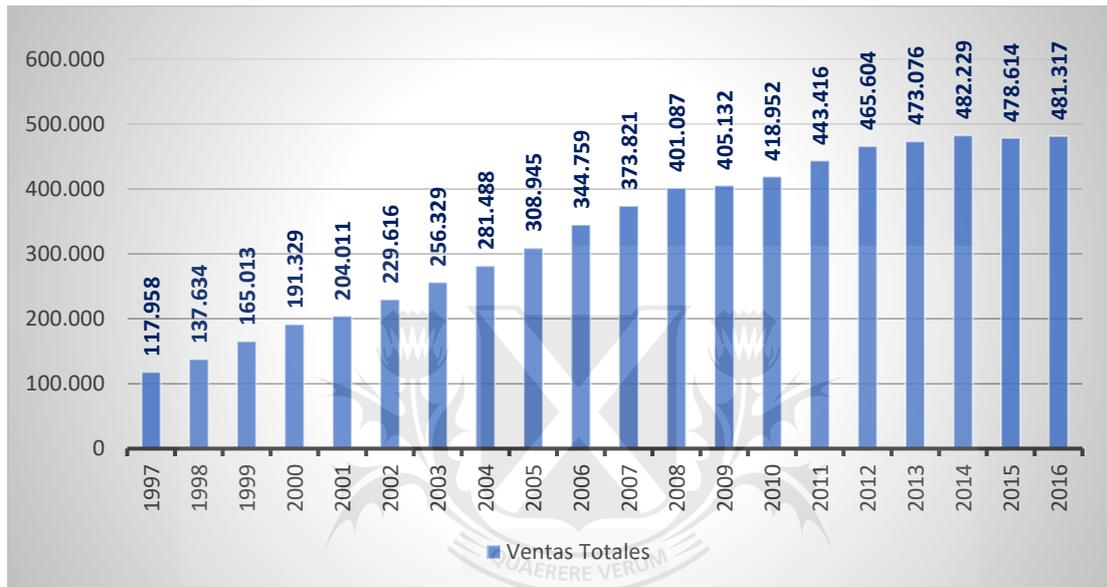
Es muy importante tomar en cuenta la magnitud de las operaciones de venta de la firma. Según estudios de mercado privados de banca de inversión, Walmart posee aproximadamente una cuota de mercado del 23% en el segmento de supermercados de Estados Unidos, y esto no sólo afirma su posición de liderazgo en la industria, sino que explica su importancia en el consumo del país, representando una cuarta parte del total de las ventas del sector.

El dato anterior es muy importante para comprender la capacidad sin igual de generación de ventas que posee la empresa, reflejando que sigue siendo elegida por los norteamericanos como la cadena de descuentos más importante para realizar sus compras.

En el cuadro 1 se pueden observar la evolución de las ventas netas totales para los últimos 20 años, donde se puede apreciar claramente un crecimiento sostenido a lo largo del período, llegando a un promedio cercano al 8%.

Sin embargo, el crecimiento no sufre el mismo efecto para todos los años, sino que hay una fuerte diferencia de crecimiento en dos etapas marcadas. La primera, desde el final de los 90 hasta el 2007, con una variación interanual del 12% promedio; mientras que la segunda etapa, desde 2008 hasta el 2016, con un crecimiento más lento cercano al 3%.

Cuadro 1: Ventas netas anuales FY 1997-2016



Fuente: Capital IQ y elaboración propia.

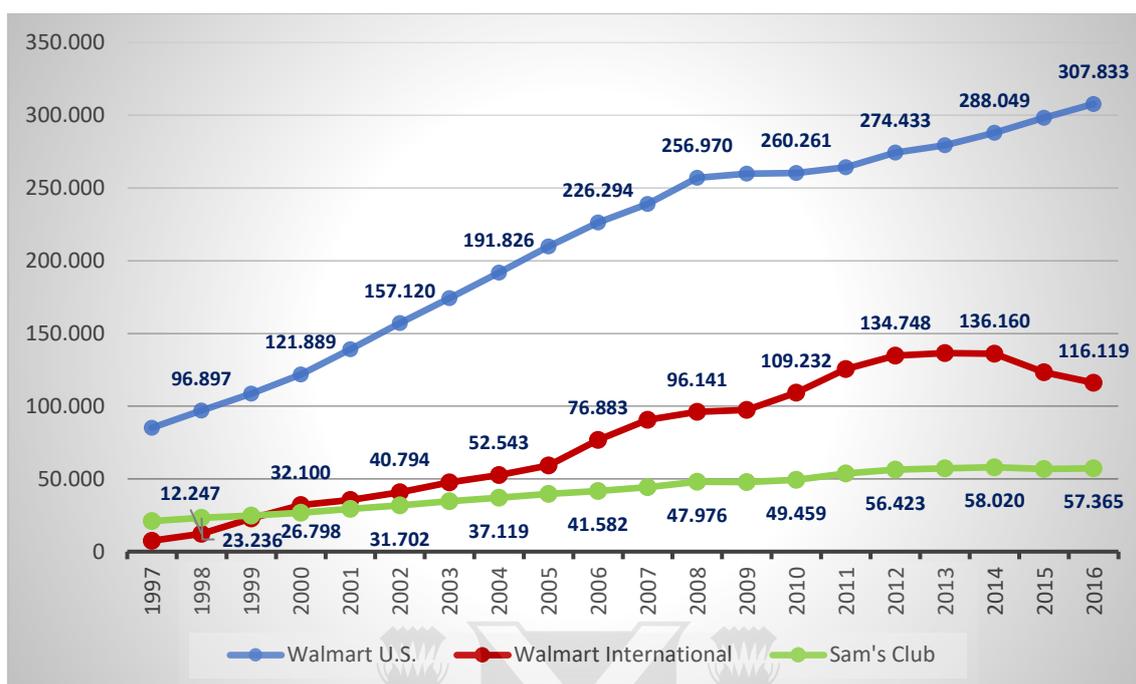
Podría resultar muy llamativo la diferencia en el crecimiento para las etapas antes mencionadas, pasando de crecer de un 12% a un 3%, sin embargo, resulta lógico cuando se entiende que en 2008 fue la gran crisis en Estados Unidos y toda la economía se vio deprimida, subiendo el desempleo y afectando a la baja el consumo.

Por otro lado, durante la década de los 90, Walmart comenzó con su política de crecimiento e inauguró sus operaciones en diversos países del mundo, siendo México el primero en 1991 y Canadá en 1994, pasando por países de Sudamérica, China, Japón, Reino Unido y la región de Centroamérica para terminar con una primera etapa y luego comenzar nuevamente post 2008 con nuevas regiones como India y África.

Es entendible entonces que no todas las áreas se comportan de la misma forma a diversas variables que las afectan y por eso es importante comprender los diferentes segmentos que componen la firma.

En el cuadro 2 podremos observar las ventas anuales de cada uno de los segmentos de Walmart para el mismo período de 20 años, de 1997 a 2016. Queda evidenciado los momentos anteriormente detallados que señalan los cambios de tendencia en el crecimiento.

Cuadro 2: Ventas anuales por segmento FY 1997-2016



Fuente: Capital IQ y elaboración propia.

2.2. Unidades de negocio

Cuando hablamos de las ventas de Walmart debemos identificar tres segmentos muy definidos que la componen: el segmento doméstico, el segmento internacional y el segmento de las tiendas Sam's Club.

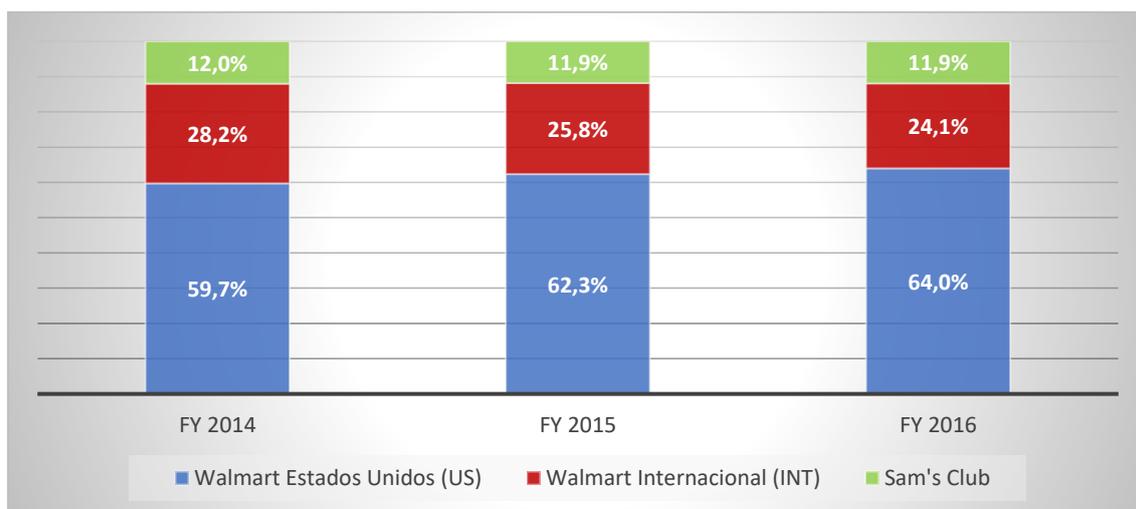
El segmento doméstico de Walmart (Walmart US) es el segmento más grande y opera tiendas minoristas en los 50 estados de los Estados Unidos, así también como minoristas digitales. Walmart US generó aproximadamente el 64% de las ventas netas totales en el año fiscal 2016. Históricamente, Walmart US ha aportado la mayor cantidad a las ventas netas y los ingresos operativos de la Compañía.

El segundo segmento más grande es Walmart Internacional (Walmart INT) y consiste en operaciones en 27 países fuera de los Estados Unidos e incluye operaciones digitales. Walmart INT generó aproximadamente el 24% de las ventas netas de 2016.

Sam's Club (SC) se compone de clubes de almacenes sólo para miembros y opera en 48 estados de los Estados Unidos, así como minoristas digitales. Sam's Club representó aproximadamente el 12% de las ventas netas de 2016. Como un club de almacén sólo para miembros, los ingresos de membresía son un componente significativo de los ingresos operativos del segmento.

En el cuadro 3 podemos ver como se distribuyeron las ventas por segmento para el año fiscal 2016, donde a simple vista se observa que casi dos tercios de los ingresos son generados por el segmento domestico de Estados Unidos.

Cuadro 3: Ventas netas por segmento - % sobre ventas netas



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Por otro lado, es importante entender como se distribuyen las preferencias de los clientes a la hora de comprar en los centros comerciales de Walmart.

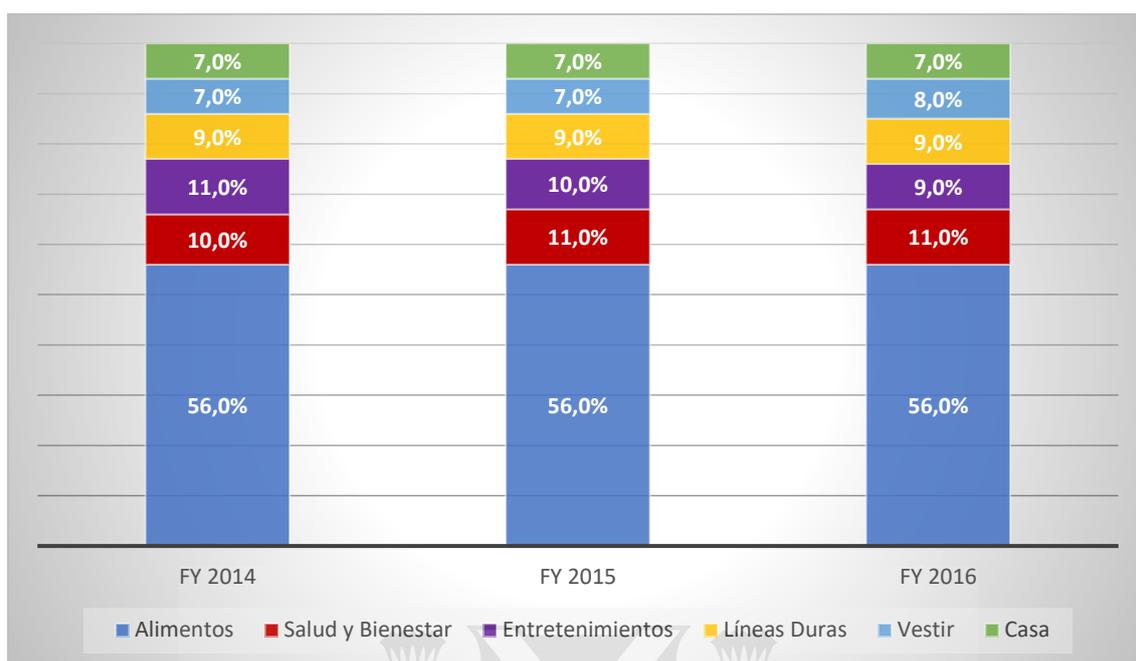
En el cuadro 4 puede observarse que la venta de productos según su categoría muestra una distribución porcentual muy estable en su generalidad para los últimos años. Además, por lo general podemos apreciar cierta estabilidad de los consumidores, donde los alimentos lideran las preferencias con casi el 60% de las compras. Luego los restantes cinco rubros principales como son: Salud y bienestar, entretenimientos, líneas duras, vestimenta y productos para el hogar se manejan en un rango muy estable entre el 7 y el 10%.

El rubro de alimentos de Walmart US consiste en una línea completa de artículos de comestibles, incluyendo carne, productos naturales y orgánicos, delicatessen y panadería, productos lácteos, alimentos congelados, bebidas alcohólicas y no alcohólicas, comestibles florales y secos, así como consumibles como salud y belleza. Productos para bebés, productos químicos para el hogar, artículos de papel y suministros para mascotas.

Se puede observar claramente entonces que los americanos prefieren realizar sus compras de alimentos en tiendas que son reconocidas por buscar la calidad y los precios bajos como Walmart.

Por otro lado, es importante remarcar la estabilidad de cada uno de los segmentos en el mercado doméstico a lo largo de los años. Esto se debe a la madurez de las ventas de Walmart para cada uno de sus rubros, producto del posicionamiento de la firma y de las preferencias de los consumidores en el mercado americano que se han asentado con el tiempo sufriendo pequeñas variaciones en el tiempo.

Cuadro 4: Walmart US categoría de mercaderías - % sobre ventas netas



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

2.3. Contribución al resultado operativo por segmento

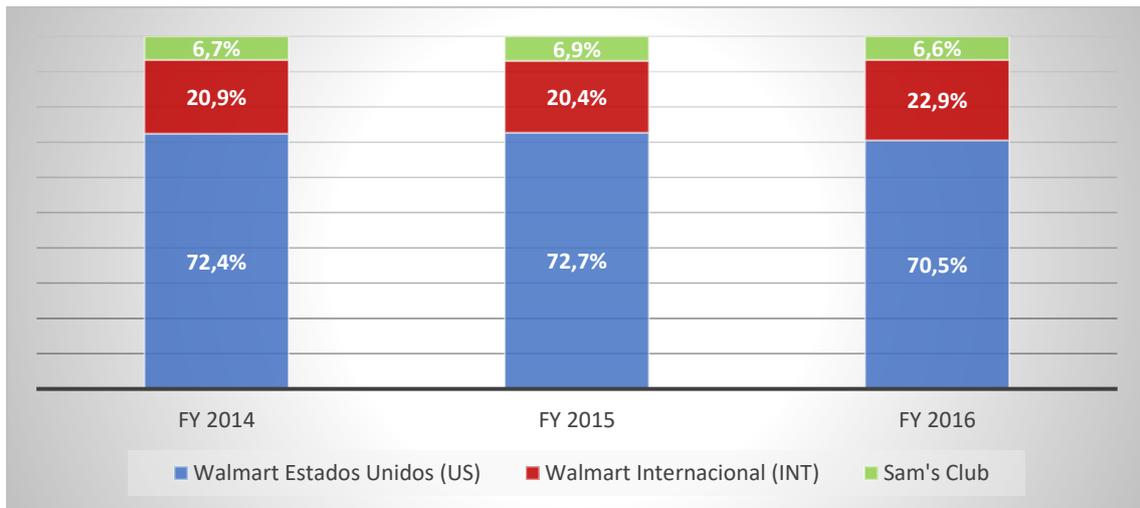
Es importante no sólo comprender como se produce la generación de venta por segmento sino también como son los márgenes operativos de cada unidad de negocio de forma de entender como aportan a la rentabilidad cada uno de ellos.

Podemos aprender de este análisis que de un margen operativo promedio del 5,5% en los últimos 6 años, poco más del 70% es generado por el segmento doméstico de Walmart, seguido por el segmento internacional que aporta casi un 23% y el segmento de Sam's Club que aporta el casi 7% restante.

Se observa que cada segmento trabaja de forma distinta, donde la contribución en el ingreso del 70% en el mercado de Estados Unidos está marcado por el dominio en la cadena de suministros, donde Walmart es muy fuerte, tiene mayor "share" de mercado y obtiene ventajas competitivas por la escala del negocio. El porcentaje del segmento Internacional demuestra que en algunos países todavía no logra imponer su fortaleza, y al depender de otros proveedores locales no puede manejar los márgenes con comodidad. Finalmente, el segmento de Sam's Club que es son clubes de almacenes sólo para miembros, muestra que los márgenes son pequeños y los ingresos provienen de las membresías, como parte de la estrategia.

Se entiende entonces que el desafío de Walmart para crecer en los próximos años es trasladar sus capacidades y fortalezas al mercado internacional, donde debería poder mejorar los costos en varios países en vías de desarrollo donde muchas veces los costos de logística siguen siendo altos y donde la inflación puede representar una amenaza.

Cuadro 5: Ingresos operativos por segmento - % sobre ventas netas



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.



3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

3.1. La industria del retail

La industria de las ventas minoristas en Estados Unidos ha sido un sector que ha crecido de manera extraordinaria durante muchos años, acompañada por la época de bonanza de la economía americana de finales de los 80 hasta los 90 caracterizada por un fuerte consumo. Además de que a nivel mundial se comenzaba a desarrollar el fenómeno de la globalización y donde muchas compañías norteamericanas principalmente se lanzaban al dominio del mercado mundial, comenzando a expandirse hacia otros mercados con el objetivo de generar demanda y fomentar el consumo internacional. Walmart es uno de los casos típicos de este fenómeno americano donde ha gozado de altas tasas de crecimiento a nivel doméstico y comenzando a dar sus primeros pasos fuera de las fronteras del país abriendo sus primeras tiendas en México en 1991 y Canadá en 1994.

El modelo de crecimiento para el sector del retail parecía ser simple, tanto dentro como fuera del país: abrir nuevas tiendas en regiones donde pudieran ofrecer una gran gama de productos a precios realmente bajos que no gozaban de competencia por las pequeñas tiendas locales. Por eso mismo si se observa la evolución de la industria a lo largo de la historia, la distribución minorista ha evolucionado desde las pequeñas tiendas, que en su mayoría eran gerenciadas como negocios familiares, a gigantes corporaciones globales que gestionan grandes superficies en las que se ofrece de todo: desde comida hasta ropa. El camino ha sido largo y la industria se ha convertido en una parte fundamental de la economía global y especialmente en los Estados Unidos, donde el consumo representa en la actualidad el 70 por ciento del producto bruto interno o GDP (por sus siglas en inglés growth domestic product).

La evolución del comercio minorista ha vivido antes drásticas transformaciones. Éstas se han debido generalmente a cuatro factores externos: la situación económica, los cambios demográficos, el comportamiento de los clientes y las innovaciones tecnológicas. Estos cambios siempre han sido percibidos de forma visible, como fue la evolución de los distribuidores que pasaron de grandes edificios en las ciudades a tiendas especializadas en centros comerciales y más tarde a formatos de grandes superficies en las que se ofrecen amplias selecciones de artículos rebajados.

Actualmente el mercado del retail viene sufriendo una transformación profunda que experimenta cambios significativos en el modo en el que compran los consumidores. Los nuevos hábitos de los compradores se están redefiniendo para lo cual el lugar y el tiempo parecen ser dos variables muy significativas a la hora de tomar la decisión de compra.

En los últimos años las grandes compañías se vieron obligados a cambiar y por eso mismo vienen aplicando diversas estrategias para captar el interés de los consumidores, buscando adaptarse a los cambios en el mercado, pero tratando además de diferenciarse del resto. Estos cambios se materializaron fuertemente con la innovación en las tecnologías de la comunicación y por ende la aparición de internet. El eCommerce ha mostrado cierta practicidad, comodidad y seguridad en los años recientes y los consumidores, que han percibido dichos cambios, se han visto beneficiados por los

mismo. Este círculo vicioso es sumamente importante para entender que en el mercado las nuevas firmas ofrecen nuevos beneficios que son aceptados y a la vez demandados por la nueva generación de consumidores.

Durante el último tiempo el comercio electrónico ha planteado retos para el modelo de negocio de la mayoría de los distribuidores apoyados en la venta en tiendas físicas. El fenómeno de la venta por pie cuadrado (square feet por su traducción en inglés) parece reflejar la caída de un modelo que ha sido de gran éxito, pero en la actualidad no resulta atractivo. Muchos consumidores prefieren la compra por internet desde su casa antes que pasar varias horas comprando en los grandes supermercados y el problema del espacio empeorará de aquí en adelante para las compañías a medida que vaya creciendo el nuevo hábito de consumo online. Esto sucederá con rapidez a menos que las cadenas de retail logren crear una propuesta de valor diferenciadora que explote las ventajas de las tiendas físicas de un modo más efectivo. La ventaja competitiva basada exclusivamente en el precio o la amplitud de la oferta de productos será la que corra más riesgos, ya que internet neutraliza considerablemente dichas ventajas.

Por otro lado, es realmente importante conocer el perfil de los nuevos consumidores: los Millenials. Los Millennials, como son llamados comúnmente, son aquellas personas que nacieron durante la década de 1980 y llegaron a la mayoría de edad en el año 2000, junto con los cambios tecnológicos del nuevo siglo. Estos jóvenes, que son trabajadores activos del mercado de trabajo, presentan grandes diferencias con otras generaciones. Sin entrar en mayores comparaciones lo que es importante saber, es que hoy por hoy son grandes consumidores y serán, en un par de años los consumidores por excelencia. Son una generación que ha nacido prácticamente con los cambios tecnológicos y por ende los usuarios mayoritarios de internet, donde pasan la mayor parte de su día. Las firmas de retail que puedan atraer a este grupo de gente y ofrecerles los productos y las experiencias que valoran serán los que tengan más éxito. Si logran comprender sus hábitos y preferencias, los nuevos enfoques de compra, entonces las compañías lograrán establecer cimientos sólidos en sus nuevas estrategias de venta.

En base a todos estos cambios anteriormente mencionados, muchas compañías de la industria están impulsando fuertes cambios para mantener el negocio y su cuota de mercado. Muchas empresas minoristas están intentando aplicar la estrategia conocida como Omni-channel, que en su traducción sería canal único y que significaría la integración de los canales de venta de la compañía. Esto se basa en integrar la experiencia de compra física con la experiencia de compra en línea, haciendo única la experiencia de compra y brindando alternativas de compra sin inconvenientes, sin importar si están en una tienda física, en sus teléfonos inteligentes o navegando en un escritorio. En otras palabras, significaría que un cliente tendría una variedad de opciones de compra entre las tiendas y online, como ordenar en línea y recoger mercancía en persona.

En la práctica las empresas como parte de sus estrategias Omni-channel están tomando una variedad de medidas novedosas para adaptarse rápidamente a las necesidades de los consumidores, para posicionar las marcas y buscar la diferenciación en el servicio al cliente. Walmart, por ejemplo, ha adquirido e integrando al minorista electrónico

Jet.com y también ha lanzado una opción de envío de dos días para competir cara a cara con el servicio prime de Amazon, además de aplicar un modelo de eCommerce de compra y recolección, para el cual los clientes ordenan en línea y recogen sus pedidos en las tiendas. Otros minoristas están brindando propuestas únicas y novedosas para los consumidores que no pueden obtener en línea, como en el caso de Nike que ofrece áreas de actividad como canchas de baloncesto en las que los consumidores pueden probar nuevos productos.

Sin embargo, a pesar de todas las inversiones sin precedentes que han realizado en el sector minorista en los últimos años, algunas compañías se sienten mal preparadas para manejar y proporcionar capacidades omnicanal. Como algunos ejemplos emblemáticos de esto se encuentran Macy's y Sears que anunciaron despidos o cierres de tiendas para 2017 mientras intentan competir en un mercado cada vez más impulsado por las tendencias de compras digitales.



Fuente: Google - Nuevos centros de Pick Up Today

Los consumidores tienen que sentirse motivados para visitar una tienda cuando es probable que haya alternativas de compra más convenientes. Por eso las tiendas deben ofrecer un entorno que convierta la compra en una experiencia positiva que aporte un valor irresistible frente a otras alternativas, más aún cuando fidelizar al consumidor millennial es mucho más difícil con los cambios de internet, al generar transparencia y permitir la comparación.

En esta guerra por el dominio del mercado, Walmart está haciendo grandes progresos en su canal online lo que lo ha llevado a ser el tercer sitio web de retail más visitado de Estados Unidos con un crecimiento del 107% en las ventas globales por e-commerce en los últimos 4 años. Sin embargo, pese a los esfuerzos de Walmart, Amazon es la empresa con mayor cuota de mercado, en la actualidad, posicionándolo como el líder de un mercado donde parece estar un paso adelante.

3.2. Competidores

En referencia al posicionamiento de la firma, Walmart posee actualmente una cuota de mercado del 23% en la industria del retail de comestibles y alimentos en Estados Unidos. En referencia a los competidores podemos encontrar cadenas de supermercados y tiendas de descuento, pero si bien la rivalidad entre los minoristas de descuento es muy feroz, ninguna empresa es capaz de igualar Walmart en términos de cuota de mercado ya que los competidores como las nuevas "tiendas en dólares" son muy pequeños y no son capaces de proporcionar la misma variedad de productos y servicios que Walmart.

Una amenaza más significativa a la cuota de mercado de Walmart proviene de competidores directos como Costco y Target. Costco compite con el segmento Sam's Club, donde es el mayor mayorista de descuentos. Costco ha trabajado fuertemente en su estrategia y le ha dado resultados, atrayendo a sus tiendas a un consumidor con un ingreso promedio más alto que el comprador de Sam's Club. Sin embargo, si bien Costco representa una fuerte competencia no parece traducirse en el corto plazo en una potencial pérdida sobre la cuota de mercado.

En cuanto a la competencia directa con Walmart, Target pareciera ser la mayor amenaza sobre la cuota de mercado que la compañía posee. Target ha agregado recientemente mayores opciones de supermercado en sus tiendas y está tratando de ganarle a Walmart en muchas categorías. Target sigue una estrategia de bajo precio similar a Walmart, y ha lanzado campañas publicitarias prometiendo igualar el precio de cualquier competidor en ciertos artículos. Si Target fuera capaz de continuar expandiendo las ofertas, se podría anticipar en una pérdida de la cuota de mercado de Walmart. Esta rivalidad producto de la agresiva fijación de precios y la expansión de Target traería problemas para el rendimiento de Walmart.

En el cuadro 6 podremos observar algunos indicadores relevantes de Walmart y de sus competidores más representativos, para entender la magnitud en el volumen de operaciones que posee dentro del mercado minorista. Por otra parte, en el cuadro 7 se observa los principales actores del mercado de alimentos americano para los últimos 7 años, donde se aprecia el 23% de cuota de mercado promedio para Walmart.

Cuadro 6: Indicadores de Walmart contra los competidores FY 2016

	Walmart	Kroger	Costco	Target
Ingresos	485.873	115.337	118.719	69.495
Margen operativo	22.764	3.462	3.672	5.012
Margen operativo %	4,7%	3,0%	3,1%	7,2%
Resultado neto	13.643	1.975	2.350	2.737
Resultado neto %	2,8%	1,7%	2,0%	3,9%
Cantidad de tiendas total	11.695	20.960	715	1.802

Fuente: Capital IQ y elaboración propia.

Cuadro 7: Mercado de comestibles de Estados Unidos - Cuota de mercado 2010-2016

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wal-Mart Stores Inc.	22,2%	22,2%	23,3%	23,3%	23,4%	23,1%	23,2%
Kroger Co	10,2%	10,2%	10,5%	10,4%	11,3%	11,4%	12,2%
Albertsons (Incluye Safeway)	6,2%	5,5%	7,0%	7,3%	7,5%	7,3%	7,3%
Costco Wholesale Corp.	5,6%	5,8%	6,1%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%
Ahold Delhaize	6,4%	6,3%	5,9%	5,8%	5,7%	5,4%	5,3%
Target Corp	3,7%	3,9%	4,3%	4,4%	4,3%	4,2%	4,3%
Publix Super Market, Inc.	3,8%	3,9%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%
H-E-B Grocery Co.	1,9%	1,7%	2,7%	2,7%	2,9%	2,9%	2,8%
Meijer, Inc.	1,3%	1,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%	2,2%
Wakefern Food Corp.	0,4%	0,4%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	1,9%
Whole Foods Market Inc.	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%
Aidi Inc.	0,7%	0,7%	1,1%	1,2%	1,4%	1,6%	1,7%
Trader Joe's Co.	1,2%	1,1%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
Southeastern Grocers	1,6%	1,5%	1,4%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%
Hy-Vee Food Stores Inc.	0,7%	0,7%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%
Giant Eagle, Inc.	0,9%	0,9%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,1%
Wegmans Food Markets Inc	0,7%	0,7%	0,9%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%
Supervalu	4,3%	4,0%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	0,6%
Otras tiendas regionales	26,7%	27,4%	21,7%	20,6%	18,8%	19,7%	19,3%

Fuente: Bank of America – Merrill Lynch y elaboración propia.

3.3. Mercado por segmento



Walmart US es el segmento de la mayor compañía que opera tiendas minoristas exclusivamente en los Estados Unidos. El segmento operó 4.672 ubicaciones en suelo americano y el foco de esta unidad ha cambiado en los últimos años, con un estancamiento en la apertura de nuevas tiendas supercentros con respecto a años anteriores, marcado un decreciendo cercano al 30% interanual para los últimos 2 años fiscales (se abrieron 79 tiendas en el año fiscal 2014, 55 en el 2015 y 38 en el 2016). Por eso mismo la compañía está asignando sus esfuerzos en mejorar las tiendas actuales y experimentar con nuevos formatos digitales.

Los esfuerzos están ubicados en tiendas de “mercados barriales”, que están destinados a ser lo opuesto a la tienda típica de Walmart, y buscan atraer clientes con el formato de pequeña tienda, facilidad de estacionamiento y menor afluencia de personas.

En relación al comercio electrónico, los directivos continúan desarrollando nuevas estrategias para atraer a los consumidores que realizan sus compras en internet con fuertes y nuevas promociones que los acerquen a las tiendas físicas y así mejorar la experiencia de compra.

Walmart INT es responsable de la operación de todas las tiendas minoristas de descuento fuera de los Estados Unidos. El segmento operó 6.363 tiendas en 27 países diferentes bajo una variedad de nombres diferentes y el enfoque continúa siendo una mezcla de crecimiento y mejoras en la eficiencia operativa, ya que los márgenes se han mantenido en torno al 4,5% antes de impuestos en los últimos 3 años, 2 puntos porcentuales por debajo del segmento doméstico. Los esfuerzos en esta unidad de negocios están ligados a la reducción de costos en las tiendas y también a través de mejoras en la logística y la gestión de la cadena de suministro, algo muy difícil para los casos de países en vías de desarrollo con importantes fallas de estructura e inflación. En relación con esto no se podría dejar de mencionar la relación del segmento con las fluctuaciones en el tipo de cambio de los países donde opera, produciéndose aumentos o disminuciones significativas en relación a las ventas y costos en dólares. Con un dólar que cada vez se aprecia más, los resultados de las tiendas expresados en dólares americanos tienden a ser menores. Además, es importante comentar que la mala situación económica en muchos mercados conduce a un lento crecimiento de las ventas.

Todas estas variables que están fuera del alcance de Walmart deben ser contempladas para entender la situación de este segmento, que presenta grandes posibilidades una vez que logre imponer sus cualidades. En el futuro, el sólido desempeño de Walmart International es crucial para el crecimiento continuo y el éxito de la gran empresa, donde las oportunidades son escasas en el ámbito nacional y necesita de nuevos mercados para avanzar. La curva de aprendizaje es muy fuerte cuando se realizan negocios en mercados internacionales, particularmente a una escala tan grande y una vez que la firma se familiarice con estos mercados las mejoras en la eficiencia deberían verse reflejadas en márgenes más atractivos.



Universidad de
San Andrés

Sam's Club es el segmento de tiendas de almacén de descuentos basada en la membresía, donde en el ejercicio fiscal 2016 operó 660 tiendas y también tiene un crecimiento estancado al abrir un promedio de 10 tiendas en los últimos 5 años.

Las tiendas ofrecen una variedad de productos en envases de tamaño grande diseñados para dar al consumidor el mayor valor posible, que junto con diseños de tiendas simples el segmento es capaz de reducir costos y pasar los ahorros a sus clientes. El ingreso de este segmento viene dado por la cuota de membresía que pagan los usuarios cada año que les da acceso a los productos dentro de la tienda.

Aunque actualmente representa un pequeño porcentaje de ingresos en comparación con otros segmentos, el desempeño de Sam's Club es muy importante para la compañía en el futuro, ya que hay un espacio significativo para que este segmento crezca, aunque haya una fuerte competencia en el segmento por Costco, la compañía más grande en la categoría de tienda mayorista basada en la membresía.

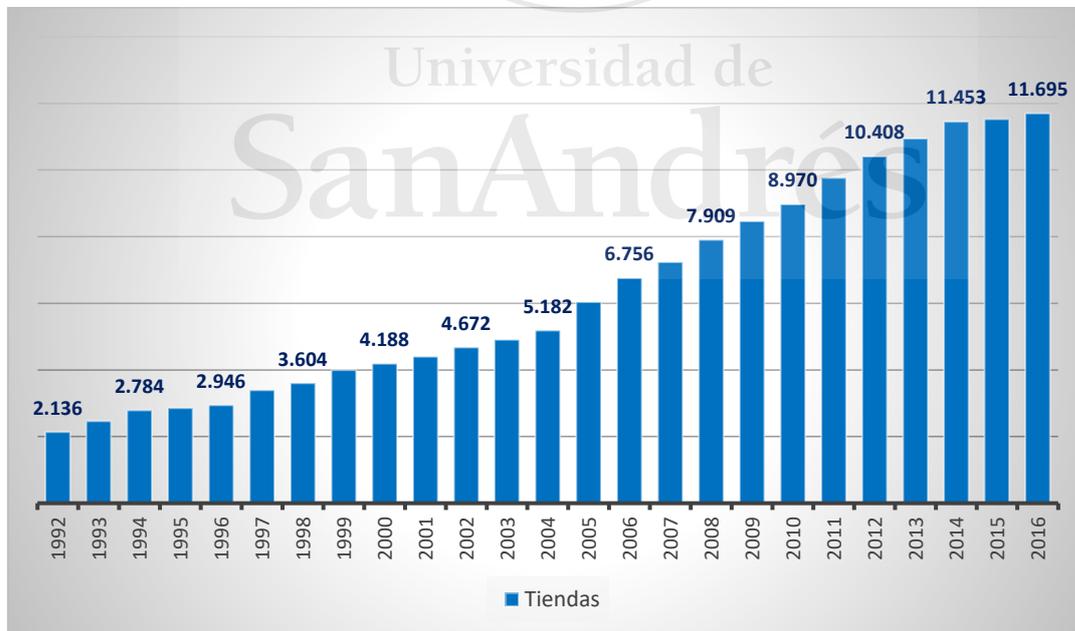
Sam's Club obtiene la mayoría de las ventas a través de las categorías de alimentos, bebidas y salud y bienestar, que al ser productos de necesidad básica los consumidores seguirán buscando precios bajos. La economía americana debería ser una gran aliada en este sentido ya que al mejorar los síntomas del país, la compañía debería recibir un mayor caudal de consumidores.

3.4. Puntos de venta anuales

La apertura de nuevos puntos de venta ha sido clave en el desarrollo de Walmart a lo largo del tiempo permitiendo fortalecer el modelo de negocio al atraer nuevos compradores a las enormes super tiendas en diferentes puntos en todos los Estados Unidos.

En el cuadro 8 podemos observar el significativo aumento de nuevas tiendas a lo largo de los últimos 25 años, donde los cálculos reflejan que el aumento interanual promedio en la apertura de locales fue del 7,4%. Sin embargo, el aumento no ha sido igual durante todos estos años, sufriendo diferentes variaciones a lo largo del período analizado. Por eso mismo se procede a dividir en subperíodos, donde encontramos un aumento interanual promedio del 9,5% para los primeros 7 años (1993-1999), un promedio del 5,3% para los 5 años siguientes (2000-2004), nuevamente un promedio del 9,5% para los siguientes 7 años (2005-2011) para finalmente sufrir una fuerte disminución en el crecimiento y caer al promedio del 3,7% para los últimos 5 años (2012-2016).

Cuadro 8: Puntos de venta anuales FY 1992-2016



Fuente: Capital IQ y elaboración propia.

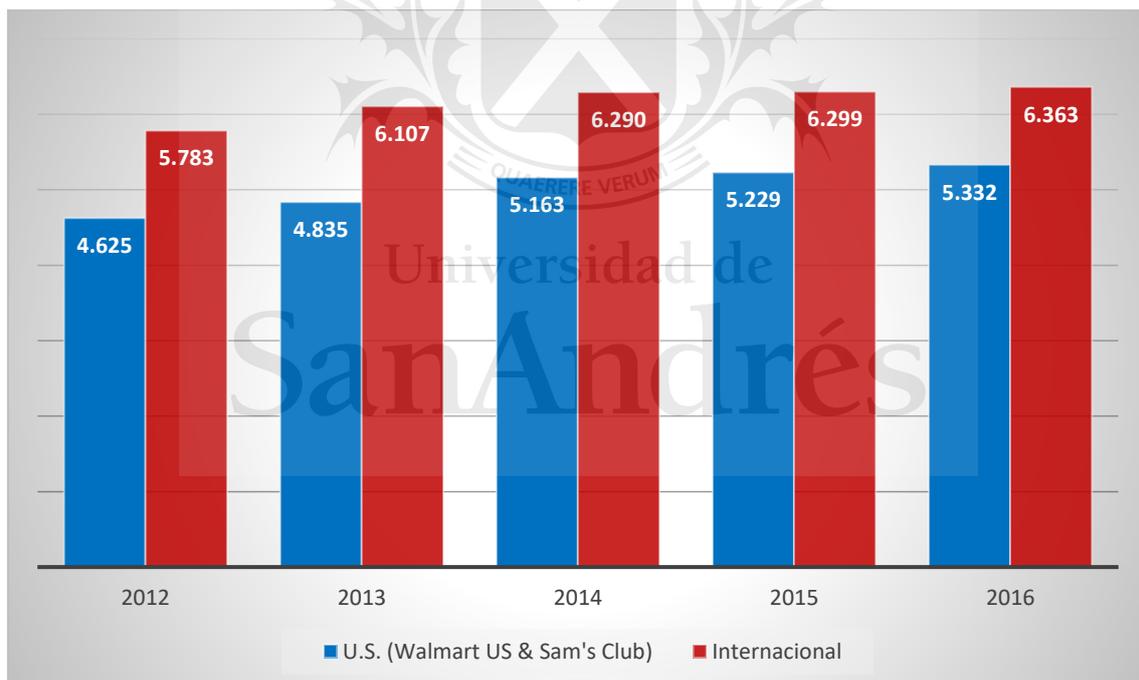
Producto de los nuevos cambios en el mercado del retail en Estados Unidos, vemos en los últimos años una notable disminución en el crecimiento de nuevas tiendas. Como luego detallaremos, internet ha pasado a tener un rol fundamental en el cambio de

ciertos hábitos y costumbres, especialmente a la hora de consumir. Ha generado cambios significativos en el mercado y despertado el interés y la preocupación en los ejecutivos de las compañías del sector.

Igualmente es distinto hablar de disminución de puntos de venta contra un menor crecimiento, debido a que el primero generaría un efecto negativo y preocupante en cualquier empresa en lugar de un punto de alerta o cambio de estrategia en el segundo caso. Este es un punto muy importante para la compañía con respecto a la generación de ventas, por eso como luego mencionaremos, la empresa como parte de su nueva estrategia fortalecerá los canales digitales sin dejar de aprovechar su enorme estructura. Apoyarse en su rol como líder de mercado, siendo la compañía con mayor cantidad de tiendas del sector, podría ser una gran fortaleza en esta nueva etapa de cambio que afronta la empresa y sus competidores.

Resulta conveniente continuar con el análisis en profundidad para los últimos 5 años, para entender como el proceso de apertura se diferencia de acuerdo al segmento del negocio. En el cuadro 9 se observa el comportamiento del sector doméstico (Walmart US y Sam's Club) y el comportamiento del sector Internacional.

Cuadro 9: Puntos de venta anuales 2012-2016



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Walmart Estados Unidos

En el cuadro 10 podemos observar la composición de los diferentes puntos de venta en Estados Unidos, identificando cuatro grandes grupos: los super centros, las tiendas de descuento, los mercados de barrio y las tiendas Sam's Club. En el cuadro 11 encontraremos la relación porcentual de cada formato en relación con el total.

Es importante observar en detalle el comportamiento de cada uno de estos formatos de tiendas, donde encontramos que los super centros representan el 67% promedio del total de los puntos de ventas y que en los últimos 5 años han incrementado 364 nuevas tiendas (incremento del 11,5% para el período). Sam's Club, que representa casi el 13%, es el formato que menos sufrió modificaciones al sumar tan sólo 40 tiendas en el mismo período (incremento del 6,5%). En cambio, las tiendas de descuento que en 2012 representaban el 12% pasaron a representar casi el 8% y han disminuido en 146 tiendas, reflejando una fuerte caída del 26%. El gran crecimiento se evidencia en los mercados de barrio, que en 2012 representaban el 6% y en 2017 pasaron a representar casi un 14% aumentando el número de tiendas en 449, pasando de 286 a 735 que representa un aumento del 157%.



Fuente: Walmart.com

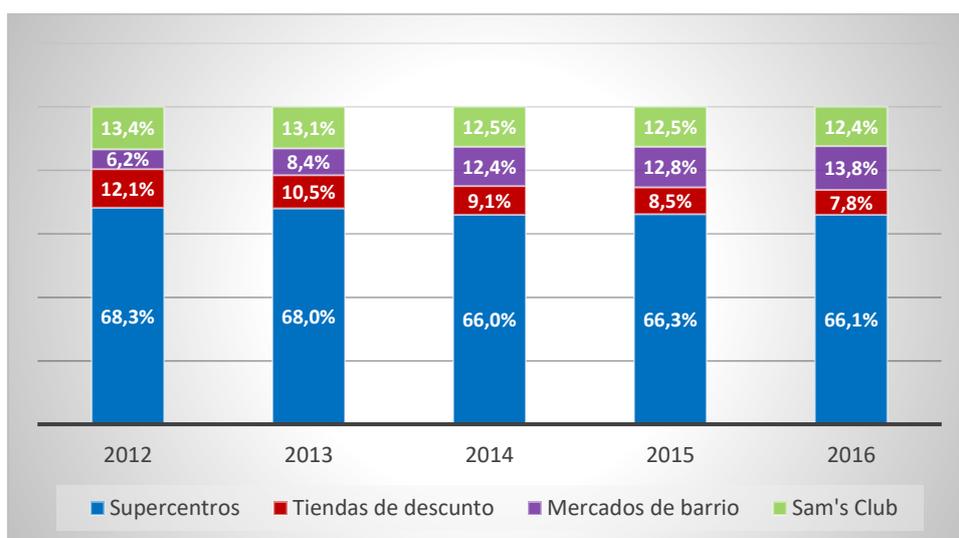
El análisis de los puntos de venta en el segmento doméstico permite comprender que la firma ha incrementado sus tiendas en los últimos 5 años, pero lo ha hecho de forma diferencial para cada grupo, adoptando una nueva estrategia que le permite situarse más cerca de los consumidores.

Cuadro 10: Formatos de los puntos de venta en Estados Unidos 2012-2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Walmart U.S.	4.005	4.203	4.516	4.574	4.672
Supercentros	3.158	3.288	3.407	3.465	3.522
Tiendas de descuento	561	508	470	442	415
Mercados de barrio	286	407	639	667	735
Sam's Club	620	632	647	655	660
Total Estados Unidos	4.625	4.835	5.163	5.229	5.332

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Cuadro 11: Distribución porcentual de cada formato en Estados Unidos 2012-2016



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Podríamos hacer un análisis regional de los puntos de venta, pero resulta sin sentido para el foco de este trabajo. Sin embargo, de ser requerido, el detalle y formato de las tiendas para cada estado del país en el año fiscal 2016 está disponible en el anexo 9.1.

Walmart Internacional

En lo que respecta al segmento de Walmart Internacional, podemos ver en el cuadro 12 los puntos de venta en los principales países donde tiene operaciones la firma. Dentro del segmento Internacional, cada país debería ser analizado por separado dado la situación particular y variables que afectan a cada región. Sin embargo, para realizar el análisis podemos identificar tres tipos de tendencias para representar las variaciones del segmento.

En primero lugar encontramos aquellos países como India que no reflejan crecimiento alguno para el período de 5 años, manteniéndose en 20 tiendas. En segundo lugar, encontramos países como Brasil o Japón que tuvieron tendencia negativa para el período. Brasil, que en 2013 representaba casi el 10% pasó a ser casi un 8% del total, disminuyendo en 60 tiendas que representan una caída del 11%. Japón por su parte, en 2013 representaba el 7,6% de las tiendas y pasó a ser un 5,4%, que con el cierre de 97 tiendas refleja una fuerte caída del 22%.

En tercer lugar, encontramos que los 8 países restantes de la tabla, que son mayoría, reflejan un crecimiento promedio del 12,5%, con un sobresaliente México que refleja un aumento del 21% y un Canadá en el otro extremo que sólo ofrece un aumento del 8%. Se puede observar que el mayor crecimiento se produjo en México, que es el país con mayor cantidad de tiendas fuera de los Estados Unidos. Durante el período se abrieron 423 tiendas, pasando de 1.988 a 2.411 y representando un 34% en 2013 pasó a ser un 38% en 2017.

Del análisis de los puntos de venta en el segmento Internacional podemos comprender que la compañía sigue apostando por el crecimiento, reflejando un aumento del 10% en total y haciendo fuerte hincapié en México.

Las ventas de los últimos dos años de Walmart Internacional no han acompañado la estrategia de la empresa cayendo en 20.000 millones de dólares. Sin embargo, no hay dudas de que le empresa seguirá apostando por una tendencia de nuevas aperturas porque es el segmento que mayores ingresos puede significarle en los próximos años. Hay que tener en cuenta que para 2016 el 30% del total de las tiendas fuera de Estados Unidos está situada en países donde la apertura de su primera tienda fue a partir del año 2000, lo cual sugiere que todavía no se ha logrado posicionar la marca en ciertos lugares.

Adicionalmente el cuadro 13 muestra el año de apertura por país y la proporción de tiendas por país sobre el total de tiendas para el segmento internacional en el año fiscal 2016.

Cuadro 12: Evolución anual de los puntos de venta de Walmart internacional 2012-2016

País	2012	2013	2014	2015	2016
África	377	379	396	408	412
Argentina	94	104	105	108	107
Brasil	558	556	557	499	498
Canadá	379	389	394	400	410
Centroamérica	642	661	690	709	731
Chile	329	380	404	395	363
China	393	405	411	432	439
India	20	20	20	21	20
Japón	438	438	431	346	341
México	1.988	2.199	2.290	2.360	2.411
Reino Unido	565	576	592	621	631
Total Internacional	5.783	6.107	6.290	6.299	6.363

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Cuadro 13: Año de apertura en cada país y participación porcentual sobre total de puntos de venta internacionales en año fiscal 2016

País	Año de apertura	% tiendas por país sobre total tiendas INT
México	1991	37,9%
Canadá	1994	6,4%
Argentina	1995	1,7%
Brasil	1995	7,8%
China	1996	6,9%
Reino Unido	1999	9,9%
Japón	2002	5,4%
Centroamérica	2005	11,5%
Chile	2009	5,7%
India	2009	0,3%
África	2011	6,5%

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

El detalle completo de los puntos de venta por país para el año fiscal 2016 está disponible en el anexo 9.2.

Como último análisis sobre los puntos de venta, es importante mencionar la cantidad de propiedades con las que cuenta Walmart para satisfacer las necesidades de sus clientes, tanto con tiendas minoristas como instalaciones de distribución, tanto a nivel nacional como internacional o a nivel financiero ya sea con capital propio o leasing.

En el cuadro 14 se puede apreciar el detalle de las propiedades de la empresa para el año 2016, observando como primera medida que el 100% de las tiendas son operadas por la misma empresa, mientras que las instalaciones cuentan con varias opciones como ser: propias y operadas por la firma, propias pero operadas por un tercero, arrendadas y operadas por la firma y propiedad de un tercero y operado por la firma.

La proporción de tiendas minoristas propias en Estados Unidos es notablemente mayor a las que posee en leasing, con el 86%, tanto para Walmart US (86,11%) como para Sam's club (85%), mientras que en el plano internacional la situación es totalmente opuesta con sólo un 33,54% de tiendas con capital propio y 66,46% bajo leasing.

Con respecto al total de las instalaciones el 44% es propio y operado por Walmart, el 28% está bajo leasing, el 23% es propiedad de un tercero y tan sólo casi el 5% es propio, pero lo opera un tercero.

Cuadro 14: Detalle del total propiedades de Walmart FY 2016

Segmento	Propiedad y operado	Propiedad y operado por tercero	Arrendado y operado	Propiedad de tercero y operado	Total
Propiedades en Estados Unidos					
Walmart U.S. unidades retail	4.023	0	649	0	4.672
Sam's Club unidades retail	561	0	99	0	660
Total unidades retail EE.UU.	4.584	0	748	0	5.332
Walmart U.S. Instalaciones de distribución	103	2	19	23	147
Sam's Club Instalaciones de distribución	3	3	3	16	25
Total Instalaciones de distribución en EE. UU.	106	5	22	39	172
Total propiedades en EE. UU.	4.690	5	770	39	5.504
Propiedades Internacionales					
Total unidades retail Internacionales	2.134	0	4.229	0	6.363
Instalaciones de distribución Internacionales	46	11	76	43	176
Total propiedades Internacionales	2.180	11	4.305	43	6.539
Total unidades retail	6.718	0	4.977	0	11.695
Total instalaciones de distribución	152	16	98	82	348
Total propiedades	6.870	16	5.075	82	12.043

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

3.5. Ventas en las mismas tiendas

Las ventas en las mismas tiendas o SSS (por sus siglas en inglés Same Store Sales) son una medida financiera que las empresas de la industria minorista utilizan para evaluar el monto total de ventas en las tiendas de la compañía que han estado operando durante un período de tiempo determinado. Las estadísticas de ventas de SSS permiten analizar una comparación de rendimiento entre las tiendas establecidas para un período dado como un año fiscal o un trimestre, por ejemplo, siendo muy útiles para los ejecutivos o inversores para determinar qué parte de los ingresos por ventas son producto del crecimiento real y que parte de ingresos corresponde a la apertura de nuevas tiendas.

Las cifras de SSS son importantes como indicador de la eficiencia en la gestión de una cadena minorista permitiendo evaluar el rendimiento actual y probable de la cadena en el futuro. Por eso mismo el mercado espera aumentos significativos en las cifras porque de esta manera expresa que la mayor parte del aumento de ingresos de la empresa proviene de la generación orgánica y no como resultado de la apertura de nuevas tiendas. Además, las cifras de ventas en la misma tienda pueden ser útiles para la administración de la empresa al tomar decisiones futuras con respecto a tiendas existentes y nuevas ubicaciones. Les ayuda a determinar las causas en el cambio en los ingresos de cada tienda, entendiendo cada caso en particular.

Como se menciona anteriormente, este Indicador de SSS propio de la industria del retail, es muy importante para determinar la venta orgánica, aquella que se produce contando solamente las tiendas existentes en el período anterior. En el cuadro 15 podemos observar el porcentaje de crecimiento por same store sales para Walmart Estados Unidos, que incluye Walmart US y SC, durante los últimos 20 años.

Cuando se analizó el crecimiento de las ventas anuales monetarias veíamos un fuerte crecimiento del 12% promedio durante los primeros 11 años hasta el 2007 y un 3% desde 2008 hasta el 2016. Sin embargo, cuando se tiene la posibilidad de observar el SSS se observa que el crecimiento real fue notoriamente más bajo y que el crecimiento en el nivel de ingresos estuvo dado por la apertura de locales.

Cuadro 15: Ventas en las mismas tiendas Walmart Estados Unidos FY 1997-2016.



Fuente: Capital IQ y elaboración propia.

3.6. Ventas por pie cuadrado

Por otro lado, siguiendo con el análisis de las ventas, otro indicador que se suele utilizar en la industria minorista es el de ventas por pie cuadrado (traducción del inglés por square feet) que es la unidad de medida americana para superficies, como lo es metros cuadrados (m²) para Sudamérica. Este cálculo también ayuda a comprender el aumento de las ventas en relación a la superficie incremental, es decir si la empresa vende más con la misma superficie o no. En este sentido el cuadro 16 muestra los pies cuadrados anuales correspondientes a cada formato y el cuadro 17 muestra el ratio de ventas totales sobre pies cuadrados y ventas solamente en Estados Unidos (Walmart US y Sam's Club) sobre pies cuadrados.

Siguiendo el análisis anterior sobre el crecimiento de las ventas de Walmart Estados Unidos, notamos que la compañía es muy estable en este cálculo, con un promedio de 320 dólares por pie cuadrado para el período de 20 años. Además, se observa que los ingresos se mantienen estables gracias al incremento de la superficie de venta.

Cuadro 16: Superficie en pies cuadrados por formato FY 2012-2016.

Segmento	2012	2013	2014	2015	2016
	Sq Ft				
Walmart U.S.	640.732.704	659.132.286	680.111.497	689.647.122	699.288.531
Sam's Club	82.652.965	84.382.283	86.509.998	87.551.990	88.376.224
Total U.S.	723.385.669	743.514.569	766.621.495	777.199.112	787.664.755
International	348.327.644	358.207.156	367.630.611	372.198.233	376.769.371
Total Walmart	1.071.713.313	1.101.721.725	1.134.252.106	1.149.397.345	1.164.434.126

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Cuadro 17: Ventas sobre pie cuadrado FY 1997-2016.



Fuente: Capital IQ y elaboración propia.

3.7. Ventaja competitiva

La mayor ventaja competitiva para Walmart proviene de la escala del negocio y la cadena de suministro que la compañía ha sido capaz de construir a lo largo de su historia. La estrategia de la empresa se centra en ofrecer productos a los precios más bajos posibles producto de una excelente gestión de costos. Walmart es el minorista más grande del mundo y el gran tamaño de su operación a nivel nacional es un enorme factor de éxito.

A través de economías de escala masivas, Walmart tiene una ventaja sobre todos los competidores ya que es capaz de disminuir los gastos operativos al tener una cadena de suministro grande e integrada y a medida que el volumen del negocio aumenta los costos unitarios disminuyen. Además, la empresa es capaz de negociar con sus proveedores términos muy favorables en los acuerdos ya que al tener una importante cuota de mercado puede ejercer presión sobre los fabricantes de productos, que en caso de perder contratos con Walmart perderían también una parte muy significativa de su negocio.

Por consiguiente, la gran ventaja de Walmart es la economía de escala, que le permite mantener los precios más bajos que los competidores. La empresa logra así trasladar ese ahorro a los consumidores de forma de atraer a aquellos compradores de clase media conscientes de sus presupuestos.

La estrategia de la firma es una herramienta que le ha dado buenos resultados en sus márgenes a lo largo de los años y le ha permitido posicionarse como líder en el mercado doméstico. El mercado americano es un mercado maduro con alta penetración y donde difícilmente se pueda crecer a futuro apoyándose únicamente a través de apertura de nuevos puntos de venta.

Sin embargo, esta misma estrategia es justamente la que intentará aplicar en el segmento internacional, donde hay un alto potencial de crecimiento en mercados emergentes como por ejemplo el chino. El plano internacional ofrece buenas tasas de crecimiento al ofrecer un estilo de negocios que muy pocos jugadores del mercado pueden ofrecer con la alta calidad y bajos precios que ofrece Walmart.

Por otro lado, las amenazas de la firma estarían ligadas al e-commerce y a la cuota de mercado que posee en la actualidad, donde algunos de sus competidores como Amazon o Target están realizando fuertes campañas para incrementar las ventas online.

3.8. La estrategia online: la adquisición de Jet.com

Walmart viene realizando fuertes inversiones y esfuerzos para fortalecer su canal digital y refrescar la imagen de la firma. Está adquiriendo nuevos sitios online y abriendo nuevos centros de pick up para facilitar la experiencia de compra al usuario no sólo para el segmento de alimentos, sino también en vestimenta y calzado. Estos son ejemplos de acciones concretas con las cuales busca mantener su posición en el mercado de

alimentos mientras logra atraer a los consumidores con políticas más agresivas de precios, facilidad y comodidad en los otros segmentos.

No parece que el liderazgo sufra alteraciones si bien Amazon en la actualidad parece ser una vía de compra muy elegida por los consumidores. Además, Walmart está llevando muy bien su estrategia de posicionarse en el mundo digital como referente. Claramente su poder económico se traduce en posibilidades y según las últimas conferencias trimestrales, apuestan fuertemente al despegue y crecimiento de las empresas digitales recientemente adquiridas como Moosejaw, Shoebuy and Bonobos, que ofrecen una mayor gama de productos como zapatos e indumentaria. Justamente una de las acciones más significativas es la reciente compra de Jet.com, una empresa de grandes expectativas en el mercado online, con la cual Walmart avanza con su estrategia omni-channel buscando competir principalmente contra el impulso de Amazon en el mercado.

jet



Después de medio año de pruebas a mediados de 2015 Jet.com abrió sus puertas como una nueva tienda online con la aspiración de convertirse en competencia directa para Amazon.

Marc Lore, uno de los co-fundadores de la nueva compañía, trabajó durante cuatro años en Amazon, donde pudo aprender de primera mano las técnicas de Jeff Bezos. De acuerdo a su experiencia Lore ha llegado a la conclusión de que la manera más efectiva de hacerle frente a Amazon es bajando los márgenes de beneficio, dinero que la firma espera obtener de otra forma.

La idea de Jet.com es la de un club de compra convencional, con un modelo de negocio parecido a Amazon Prime, donde para poder acceder al servicio los usuarios tendrán que pagar una membresía de 50 dólares anuales. A cambio, encontrarán los productos básicos del día a día entre un 10% y un 15% más baratos que en el resto de sitios de comercio electrónico convencionales debido a que la empresa opera con márgenes próximos a cero. La compañía no gana nada con las transacciones, traspasa todo el margen al consumidor y gana el dinero en las cuotas de socios. Básicamente, se trata de pagar por el privilegio de comprar ahí, lo que además genera un efecto de lealtad inducida (dado que ya he pagado, sigo comprando). Además, se sabe que ha creado un programa de afiliados que entrega periódicamente a sus usuarios cheques-regalo de las marcas participantes en el sitio para así atraerlas e incentivarlas para vender a través de su canal,

Todas estas estrategias son posibles ya que los ejecutivos de Jet.com tienen un presupuesto de 300 millones de dólares que piensan invertir durante los próximos cinco años para mantener un programa de compra externa de productos. De esta manera, podrán estar a la altura de la competencia en cuanto a catálogo y sin que todos estos productos tengan que ser necesariamente vendidos por ellos mismos de forma directa. Pero esta especie de sistema de afiliados es sólo uno más de todos los métodos con los que los responsables de Jet intentan ganarse la confianza de los clientes a base de

intentar hacerles ahorrar el máximo dinero posible, para lo cual entran en juego otras mecánicas como el clásico de ofrecer gastos de envío gratis a partir de cierta cantidad de dinero gastado.

Además, intentará facilitar el ahorro animando a los usuarios a tomar ciertos riesgos como el de aumentar nuestro ahorro si deciden prescindir del servicio de devolución gratuita, o métodos de precios dinámicos que incitan a gastar más, como el de ir aumentando el ahorro total del carrito de compra cuanto más lleno esté o precios más bajos por comprar varios artículos que están en un almacén cercano.

Jet.com ha sorprendido con sus propuestas desde sus inicios y mucha gente sigue de cerca sus pasos sobre todo porque teniendo en cuenta la combinación de métodos con la que intentará crecer rápidamente para empezar a medirse cuanto antes con las grandes tiendas online. Además, es importante mencionar que la tienda sólo está operativa en Estados Unidos por ahora, pero no descartan ampliar el negocio en un futuro cercano.

En agosto de 2016, Walmart decide comprar Jet.com, un startup de menos de dos años de antigüedad pagando 3.300 millones de dólares y convirtiendo la operación en la mayor adquisición en la historia del comercio electrónico.

La empresa ha decidido que mantendrán las marcas separadas y cada una se centrará en sus negocios, aunque aprovecharán las soluciones tecnológicas innovadoras de ambas compañías para desarrollar nuevas ofertas que ayuden a los clientes a ahorrar tiempo y dinero.

Walmart intentará darle a su empresa una inyección de juventud con la compra de Jet.com, influyendo con ideas y conocimientos frescos, así como con una marca atractiva, sobre todo entre los millennials, la primera generación de verdaderos nativos digitales.

Una de las condiciones de la compra fue que Marc Lore, siga dirigiendo los esfuerzos de su creación y se estipula con que en lo sucesivo Lore se convierta en el responsable de comercio electrónico de Walmart.

Uno de los puntos débiles de Jet sobre el que deberá trabajar Walmart es el gasto en publicidad y promociones, donde se gasta hasta 20 millones de dólares al año para darse a conocer y el mercado entiende que está quemando el efectivo.

Finalmente, sólo como referencia, en el último ejercicio fiscal que terminó el 31 de enero de 2017, la firma reportó aproximadamente 15.000 millones de dólares en ventas provenientes del e-commerce con un surtido de existencias SKU (por sus siglas en inglés, stock keeping unit) cercano a los 35 millones de productos.

El benchmark del mercado en el rubro pertenece a Amazon, que en el último ejercicio que terminó el 31 de diciembre de 2016, reportó ventas de productos por aproximadamente 95.000 millones de dólares.

4. ANÁLISIS FINANCIERO

Para realizar el análisis financiero de la compañía se tomaron los últimos 6 ejercicios fiscales para comprender el desempeño y evaluar la existencia de ciertas tendencias. En términos generales, se observa que Walmart es una empresa muy sólida y madura, donde muestra cierta regularidad en sus líneas de resultado a lo largo de los años.

Se analizarán los ratios de rentabilidad, los ratios crediticios, con el fin de tener una visión más detallada de la situación financiera. Luego se procederá a compararlos contra los ratios de los competidores de la industria.

4.1. Análisis Porcentual del Estado de Resultados

En líneas generales podemos ver mucha estabilidad en los costos y márgenes brutos, donde encontramos un 75% y un 25% promedio respectivamente. El cuadro 18 muestra el análisis porcentual del estado de resultados para los ejercicios fiscales 2011 al 2016.

Cuadro 18: Análisis Porcentual del Estado de Resultados – 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
Ingresos:							
Ventas netas	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,1%	99,3%
Membresía y otros ingresos	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	1,0%	0,7%
Total ingresos	100,0%						
Costos y Gastos:							
Costo de la venta	75,0%	75,2%	75,2%	75,2%	74,9%	74,4%	75,0%
Margen bruto	25,0%	24,8%	24,8%	24,8%	25,1%	25,6%	25,0%
Gastos operativos, comerciales y administrativos	19,0%	18,9%	19,2%	19,2%	20,1%	21,0%	19,6%
Ingresos operativos	5,9%	5,9%	5,6%	5,6%	5,0%	4,7%	5,5%
Intereses:							
Deuda	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Arrendamiento de capital y obligaciones financieras	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Ingresos por intereses	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos operativos antes de impuestos	5,4%	5,5%	5,2%	5,1%	4,5%	4,2%	5,0%
Corriente							
Diferido							
Provisión para Impuestos	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%	1,6%
Ingresos Operativos	3,7%	3,8%	3,5%	3,5%	3,1%	2,9%	3,4%
Ingresos por operaciones discontinuas netos de impuestos	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultado Neto Consolidado							
Resultado neto consolidado atribuible a							
Interés no controlado	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Resultado neto consolidado atribuible a Walmart	3,5%	3,6%	3,4%	3,4%	3,0%	2,8%	3,3%

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Por otro lado, podemos ver un ingreso operativo antes de intereses e impuestos del 5,5% promedio, con un rango entre el 5,9 y 4,7% en tendencia negativa. Llegando a un resultado neto del 3,3% promedio con un rango entre el 3,5 y 2,8% también en tendencia negativa.

El análisis muestra que, con una cierta estabilidad en los costos, el incremento de los gastos, principalmente fijos o de estructura pueden ejercer cierta influencia en el resultado operativo causando una baja del mismo. Vemos que los gastos representan el 19% de las ventas en 2011 pasando al 21% en 2016. Esto podría deberse al fenómeno actual que atraviesa el retail en Estados Unidos con el cierre de puntos de venta por parte de grandes cadenas producto de la mayor tendencia a la venta online. Los gastos estructurales deberían analizarse con mayor detenimiento.

4.2. Crecimiento de Ventas y Márgenes Operativos

En relación al crecimiento de ventas podemos observar que han sufrido una caída pronunciada en la variación interanual del 5% en el año 2012 contra un 0,8% en 2016. Sin embargo, al tomar la variación total del período entre las ventas de 2012 y 2016 se observa un crecimiento del 8,8%, pasando de 446.509 a 485.873 millones de dólares. Entonces podríamos decir si bien hay una desaceleración en el crecimiento interanual, el resultado en términos monetario no deja de sorprender con una ganancia del período por casi 40.000 millones. Esto representaría un crecimiento del 1,7% anual promedio.

En cuanto a los márgenes operativos, se observa la misma cierta volatilidad en la variación interanual de los márgenes brutos, pasando desde 2012 hasta 2016 por un 4,3%, 1,6%, 2,0%, 0,5% y 2,9% en cada año respectivamente tal como podemos observar en el cuadro 19. Esto muestra cierta relación con las ventas para todos los años, salvo en los últimos dos ejercicios fiscales. Sin embargo, al tomar la variación total del período se nota un fuerte incremento del 11,7%, pasando de 111.516 a 124.617 millones de dólares en el margen. Entonces podríamos decir si bien hay una desaceleración en el crecimiento de los ingresos, el resultado bruto muestra una mejora de crecimiento en un 2,3% anual promedio.

Cuadro 19: Variación de ventas y márgenes operativos – 2011-2016

	2012	2013	2014	2015	2016	Dif
Ventas netas						
Membresía y otros ingresos						
Total ingresos	5,0%	1,6%	2,0%	-0,7%	0,8%	8,8%
Costo de la venta						
Margen bruto	4,3%	1,6%	2,0%	0,5%	2,9%	11,7%
Gastos operativos, comerciales y administrativos						
Ingresos operativos	4,7%	-3,1%	1,0%	-11,2%	-5,6%	-14,1%

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Sin embargo el punto negativo claramente está en los gastos operativos como antes se mencionó, donde se observa que si bien hay cierta volatilidad en los márgenes operativos, las variaciones son muy pronunciadas, reflejando una notoria caída en los últimos dos ejercicios y una fuerte caída en el total del período, pasando de un incremento del 4,7% en 2012 a una caída del 5,6% en 2016 y al tomar la variación total del período una caída del 14,1%, pasando de 26.491 a 22.764 millones de dólares en el margen.

Entonces podríamos decir que, si bien hay una desaceleración en el crecimiento de los ingresos, el crecimiento aún es importante y el resultado bruto muestra una mejoría de casi 3 puntos porcentuales. Sin embargo, el margen operativo antes de intereses e impuestos en comparación a las ventas muestra una caída de 5 puntos y medio porcentuales y podríamos asumir la existencia de una efectiva gestión de los directivos de la compañía en término de costos, pero que sería insuficiente para mejorar el nivel de gastos operativos, comerciales y administrativos.

4.3. Análisis Porcentual de los Estados Financieros

Se procede a analizar los estados financieros de la compañía para entender la composición de los activos de la empresa así como su estructura de financiamiento. En primer lugar, al igual que el estado de resultados, el balance contable también presenta cierta estabilidad en los últimos 6 años para la mayoría de los rubros, tal como muestra el cuadro 20 con el análisis porcentual del balance para los ejercicios fiscales 2011 al 2016.

El efectivo y las cuentas por cobrar representan cada uno aproximadamente el 3% del activo y ambos valores porcentuales del 3,5% y 2,9% para 2016 se mantienen cerca de sus respectivos promedios de 3,8% y 3,1% respectivamente.

Los inventarios representan el 21,7% del total, bajando un 0,6% respecto a los valores de 2014 y 2015 que se habían incrementado. El valor del casi 22% es alto pero normal, entendiendo la industria del retail que debe de tener altos inventarios con alta rotación y poco margen. Además, está en línea en relación a los inventarios de empresas competidoras como Target con un 22,2% y Costco con un 27%.

El valor neto del rubro de propiedades y equipos es de 54,2% con una tendencia a la baja desde hace 4 años, bajando 2 puntos porcentuales y pasando de 115 a 107 mil millones de dólares. Asimismo, la baja en este valor es explicada en gran medida por la fuerte suba de las propiedades bajo leasing, cuyo valor neto es de 3,3% cuando en 2014 el valor era del 1,2% y casi triplicando el valor monetario pasando de 2.3 a 6.5 mil millones de dólares.

Por el lado de la estructura de financiamiento, a primera vista vemos que se mantiene el porcentual de pasivos y Patrimonio neto a lo largo del período analizado con un 59,3% y un 40,7% promedio respectivamente. Hay una leve diferencia en dos tramos, ya que en los primeros 3 años la relación era de 60% y 40%, mientras que en los últimos 3 años era de 58% y 42%, pero bastante estable al fin de cuentas. En el caso de los competidores

la situación parece bastante similar ya que los porcentajes se mantienen en rangos similares. En lo que respecta a Target, la relación es de 70% para pasivos y de 30% para patrimonio neto, mientras que para Costco es de 65% y 35%.

En cuanto a los pasivos corrientes, las cuentas por pagar se sitúan en un 20,8%, superior al promedio del período de 19,2% y manteniendo una tendencia a la suba desde hace 4 años. El valor pasa de 18,3% a 20,8%, lo que significa más de 2,5 puntos porcentuales. En contrapartida están los préstamos de corto plazo, con un 0,6% para 2016 y un promedio de los últimos 3 años menor al 1% contra el 3% promedio de los primeros 3 años. La baja de 3 puntos porcentuales o de más de 6.5 mil millones de dólares entre 2013 y 2016 explica que la empresa ha decidido incrementar su apalancamiento financiero en manos de sus proveedores.

Las deudas a largo plazo, también se encuentran a la baja desde hace 4 años, pasando de un 20,4% en 2013 a un 18,1% en 2016, lo cual fortalece la afirmación anterior sobre los proveedores.

En cuanto al capital social, se observa que las ganancias retenidas están en un valor de 44,9% en línea con el promedio de los últimos 3 años del 44,1% y casi 8 puntos porcentuales arriba de los primeros 3 años con un promedio de 36,3%. Esto marca la fuerte reinversión de la empresa que además de financiarse con las cuentas por pagar lo hace con fondos propios.

Cuadro 20: Análisis Porcentual de los Estados Financieros – 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
ACTIVOS							
Activos Corrientes:							
Efectivo y equivalentes	3,4%	3,8%	3,6%	4,5%	4,4%	3,5%	3,8%
Cuentas por cobrar	3,1%	3,3%	3,3%	3,3%	2,8%	2,9%	3,1%
Inventarios	21,1%	21,6%	21,9%	22,2%	22,3%	21,7%	21,8%
Gastos prepagados y otros	0,9%	0,8%	0,9%	1,1%	0,7%	1,0%	0,9%
Activos corrientes de operaciones discontinuadas	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total Activos Corrientes	28,4%	29,5%	29,9%	31,1%	30,2%	29,0%	29,7%
Propiedad y equipamiento:							
Propiedad y equipamiento:	80,1%	81,6%	84,5%	87,1%	88,7%	90,3%	85,4%
Menos depreciación acumulada	-23,5%	-25,6%	-28,2%	-31,0%	-33,5%	-36,1%	-29,6%
Propiedad y equipamiento neto	56,7%	56,1%	56,3%	56,1%	55,2%	54,2%	55,8%
Propiedad bajo leasing de capital y obligaciones financieras							
Propiedad bajo leasing de capital y obligaciones financieras	3,1%	2,9%	2,7%	2,6%	5,6%	5,9%	3,8%
Menos amortización acumulada	-1,7%	-1,5%	-1,5%	-1,4%	-2,4%	-2,6%	-1,8%
Propiedad bajo leasing de capital y obligaciones financieras neto	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	3,2%	3,3%	1,9%
Reputación empresarial	10,7%	10,1%	9,5%	8,9%	8,4%	8,6%	9,3%
Otros activos y cargos diferidos	2,8%	2,9%	3,0%	2,8%	3,1%	5,0%	3,3%
Total Activos	100,0%						

PASIVOS Y PATRIMONIO NETO							
Pasivos Corrientes:							
préstamos de corto plazo	2,1%	3,4%	3,7%	0,8%	1,4%	0,6%	2,0%
Cuentas por pagar	18,9%	18,7%	18,3%	18,9%	19,3%	20,8%	19,2%
Obligaciones devengadas	9,4%	9,3%	9,2%	9,4%	9,8%	10,4%	9,6%
Impuestos a la renta devengados	0,6%	1,1%	0,5%	0,5%	0,3%	0,5%	0,6%
Deuda a largo plazo con vencimiento dentro de un año	1,0%	2,8%	2,0%	2,4%	1,4%	1,1%	1,8%
Leasing de capital y obligaciones financieras dentro de un año	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,3%	0,3%	0,2%
Pasivos corrientes de operaciones discontinuas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total Pasivos Corrientes	32,2%	35,4%	33,9%	32,0%	32,4%	33,7%	33,3%
Deuda de largo plazo	22,8%	18,9%	20,4%	20,2%	19,1%	18,1%	19,9%
Leasing de capital a largo plazo y obligaciones financieras	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	2,9%	3,0%	1,9%
Impuestos a la renta diferidos y otros	4,1%	3,7%	3,9%	4,3%	3,7%	4,7%	4,1%
Interés no controlable reembolsable	0,2%	0,3%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Compromisos y contingencias							
Total Pasivos	60,8%	59,8%	60,3%	57,8%	58,1%	59,5%	59,3%
PATRIMONIO NETO							
Acciones comunes	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Capital en exceso del valor nominal	1,9%	1,8%	1,2%	1,2%	0,9%	1,2%	1,4%
Ganancias retenidas	35,5%	35,9%	37,4%	42,1%	45,1%	44,9%	40,2%
Otra pérdida integral acumulada	-0,7%	-0,3%	-1,5%	-3,5%	-5,8%	-7,2%	-3,2%
Total Accionistas de Walmart	36,9%	37,6%	37,2%	40,0%	40,4%	39,1%	38,6%
Interés no controlado	2,3%	2,7%	2,5%	2,2%	1,5%	1,4%	2,1%
Total Patrimonio Neto	39,2%	40,2%	39,7%	42,2%	41,9%	40,5%	40,7%
Total Pasivos y Patrimonio Neto	100,0%						

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

4.4. Ratios de Rentabilidad

Como se observa en el cuadro 21, se realizó el cálculo de dos ratios para analizar rendimientos tanto sobre el patrimonio o Equity y por otro lado sobre los activos. En ambos casos se aprecia que hay una llamativa tendencia a la baja y dada la importancia de estos indicadores es que se procede a analizar en detenimiento uno de ellos muy importante: el ROE (por sus siglas en inglés, return over equity) o retorno sobre el capital, que es muy relevante para los inversionistas.

Cuadro 21: Ratios de rentabilidad para Walmart – 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tendencia
Ganancia Neta / P.Netto promedio	19,3%	20,9%	19,7%	20,1%	18,0%	16,7%	Baja
EBITDA / Activos promedio	13,2%	13,8%	13,4%	13,5%	12,0%	11,4%	Baja

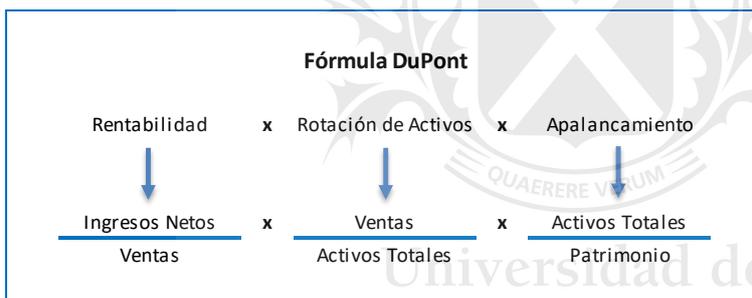
Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

4.5. ROA y ROE – Ratio DuPont

Para tener un mejor análisis del negocio de Walmart parece apropiado aplicar la fórmula de DuPont para expresar el retorno sobre el capital, ROE. La fórmula expresada en el cuadro 22 ayuda a desagregar los componentes del rendimiento en tres: la rentabilidad, la rotación de activos y el apalancamiento, con el fin de determinar la eficiencia con que la empresa está utilizando sus activos, su capital de trabajo y el multiplicador de capital. De esta forma cuando reemplazamos los valores y realizamos los cálculos para el año fiscal 2016, podemos apreciar en el cuadro 23 que la rentabilidad es del 2,8%, la rotación de activos es 2,44 veces mientras que el apalancamiento es 2,55 veces.

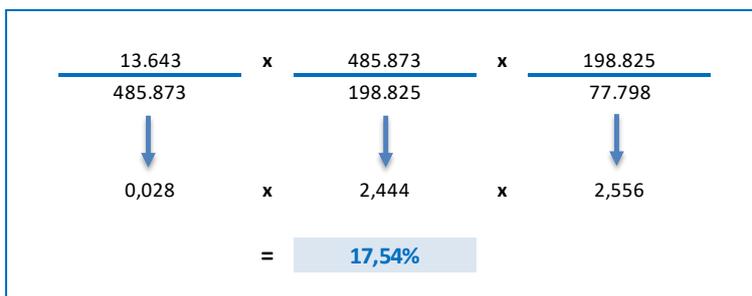
Los resultados que podemos ver en el cuadro 23 son: que el retorno sobre los activos, ROA (por sus siglas en inglés, return over assets) es del 6,86%, producto de multiplicar el rendimiento por la rotación de activos, y que el ROE es del 17,54%. Los valores de cada componente nos indican que, si bien el rendimiento es bajo y cercano al 3%, la eficiencia en la operación de activos y en el apalancamiento financiero ayudan mucho en el rendimiento aportando de forma casi similar a la rentabilidad.

Cuadro 22: Fórmula DuPont



Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 23: Cálculo ROA - ROE



Fuente: Elaboración propia.

Con el fin de unificar criterios, ajustamos algunos números para adaptarnos a los cálculos realizados del ROE por la propia compañía.

Como se observa en el cuadro 24, Walmart toma los ingresos netos consolidados sin contar el interés no controlado y por otro lado toma el promedio entre el saldo inicial y

final del ejercicio del valor de los activos totales así como también el promedio del equity total. Los resultados obtenidos son ROA del 7,18% y ROE del 17,41%.

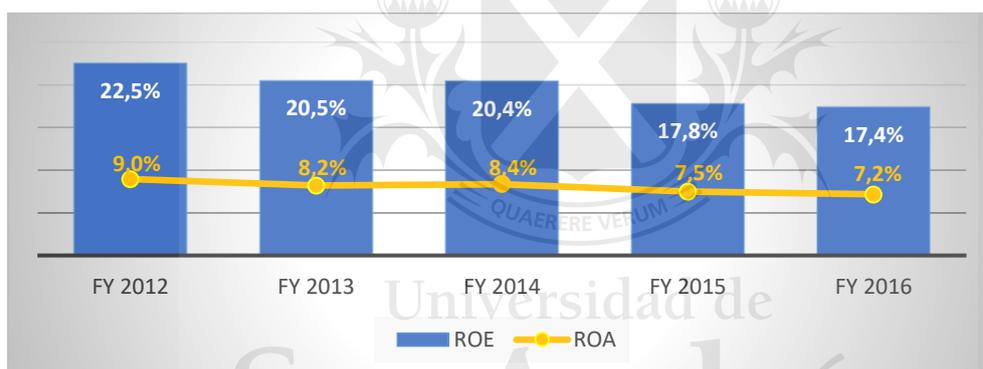
Cuadro 24: Cálculo ROA – ROE por Walmart

$$\begin{array}{rcc}
 \frac{14.293}{485.873} & \times & \frac{485.873}{199.203} \times \frac{199.203}{82.073} \\
 \downarrow & & \downarrow \\
 0,029 & \times & 2,439 \times 2,427 \\
 & = & \mathbf{17,41\%}
 \end{array}$$

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Finalmente, en el cuadro 25 se puede ver la evolución de los ratios ROA y ROE para los últimos 5 ejercicios fiscales, notando una leve caída en ambos indicadores.

Cuadro 25: Evolución ROA y ROE para los años fiscales 2012-2016



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

4.6. Ratios de Eficiencia

En relación a estos indicadores lo que se intenta analizar es la eficiencia con la cual la empresa maneja sus activos. Como vimos antes con el análisis del ROE y ROA, el cálculo de ventas sobre los activos es un componente del ROA y permite entender cuantas veces rotan mis activos en base a los ingresos generados. En este caso es de casi 2 veces y media para 2016, mientras que la tendencia del período va en un alza moderada.

Cuadro 26: Ratios de eficiencia para Walmart – 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tendencia
Ventas / Activos promedio	2,23	2,34	2,37	2,42	2,40	2,42	Alza
Inv. promedio / Costo bienes vendidos	0,13	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	Estable

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Por otro lado, el ratio de inventario promedio sobre el costo de la venta permite analizar el valor de la mercadería no vendida que queda en inventario.

4.7. Ratios Crediticios

Los ratios crediticios permiten medir la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones. Además de observar aspectos de la estructura de capital y riesgo financiero. El ratio de activos corrientes sobre pasivos corrientes es utilizado para evaluar liquidez o solvencia y permite observar si los activos de corto plazo pueden hacer frente a las deudas de corto plazo. Como vemos en este caso el ratio para Walmart es menor a 1 por ende goza de salud financiera. Como veremos más adelante el ratio menor a uno en varios años refleja además la existencia de un capital de trabajo negativo, que se incrementa de forma paulatina.

El ratio de deuda sobre equity permite observar el grado de apalancamiento de la empresa, pero este no es el caso para Walmart ya que la proporción no es muy alta y sobre todo hay una tendencia a la baja de la deuda lo cual mejora el panorama.

Por otro lado, el EBIT (earnings before interest and taxes, por sus siglas en inglés) permite medir la capacidad de la empresa para ver si empresa puede afrontar pagos de intereses mediante la capacidad del resultado operativos. En este caso puede hacerse cargo hasta 10 veces aproximadamente pero también es de entender que el alza va a la baja con lo cual esta capacidad financiera no es la misma al 2011.

Cuadro 27: Ratios crediticios para Walmart – 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tendencia
Activos corrientes / Pasivos corrientes	0,88	0,83	0,88	0,97	0,93	0,86	Baja
Deuda Total / P.Netto	0,70	0,66	0,69	0,58	0,59	0,56	Baja
EBIT / Intereses	11,42	12,33	11,51	11,03	9,46	9,62	Baja

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

5. VALUACIÓN

5.1. Flujos de Caja Descontados

En relación al modelo de valuación a utilizar, será el de flujos de fondos descontados, DCF (por sus siglas en inglés, discounted cash flows) que es preferido para ciertas valuaciones dado que el método permite ver a la compañía como generadora de fondos, es decir como un activo financiero, además de tomar en cuenta el crecimiento y el riesgo asociado.

Esta metodología consiste en estimar los flujos de fondos correspondientes a cada período durante un tiempo determinado, además de estimar un valor terminal correspondiente a la anualidad de los futuros flujos de fondos. Todos los flujos incluido el valor terminal, son descontados a una tasa para llevarlos al momento cero y de esa manera se obtiene el valor presente de la empresa por esta metodología.

Las principales variables que deben ser estimadas para la utilización del modelo son: la vida del activo, la generación de caja durante la vida del activo, el valor terminal y la tasa de descuento.

Particularmente la tasa de descuento, es una variable muy importante ya que representa el retorno requerido de una inversión y al ser definida incorpora el costo de oportunidad y el riesgo de la misma. La tasa de descuento para una inversión es igual a una tasa libre de riesgo más un retorno extra para compensar el riesgo del inversor.

Por otro lado, para realizar la valuación de Walmart Inc. a través del modelo de DCF se utilizará el flujo de fondos libres (Free Cash Flow) de la firma siendo descontado a la tasa de descuento del promedio ponderado del costo del capital, WACC (por sus siglas en inglés Weighted Average Cost of Capital).

Es importante entender que, aun conociendo ciertas limitaciones al modelo, la utilización del DCF es útil cuando conviene analizar el negocio de la compañía y de la industria donde opera, entender su operatoria y las variables de valor que la afectan. Mientras que otros métodos utilizan básicamente datos de stock, el beneficio del uso de los métodos basados en flujos de fondos descontados permite medir en términos de capacidad de generación de ingresos futuros.

Por otro lado, es importante tener cuidado con las estimaciones de las variables clave como la tasa de descuento o la tasa de crecimiento dado que podrían producir grandes variaciones en la valuación del activo.

En adelante analizaremos la proyección de los flujos de fondos para un período de 7 años para luego proyectar el valor terminal, que reflejará el valor los flujos futuros perpetuos suponiendo la continuidad de la empresa en el futuro. Para esto se procederá a presentar tres escenarios posibles para el trabajo, uno base, uno optimista y uno pesimista, en base a como las principales variables afectan el crecimiento de la firma.

5.2. Factores que afectan el crecimiento de las ventas

La estimación del crecimiento de las ventas para realizar la proyección suele ser la parte más difícil y la más necesaria. Básicamente porque el nivel de ventas define el nivel de actividad necesaria que se pretende alcanzar y de ello se desprenden los otros rubros, como activos o pasivos, que deben estar alineados para ajustarse a las necesidades con el fin de alcanzar dicha meta. El caso de Walmart no es la excepción, sin embargo, una compañía como esta, que es líder en el mercado de ventas minoristas con la mayor cuota de mercado la industria y habiendo logrado cierta estabilidad producto de sus ventajas competitivas por su economía de escala habla de una cierta maduración en sus flujos de efectivo futuros. Salvo grandes cambios estructurales o estratégicos, los otros valores contables y financieros como márgenes operativos, gastos estructurales y de actividad o como resultados netos deberían continuar con la estabilidad con la que vienen gozando hace años. Por eso el nivel de ventas que logre generar Walmart sigue siendo la gran incógnita.

Ahora bien, para entender las variables que afectan las ventas resulta necesario analizar las variables macroeconómicas y microeconómicas que ayudan a entender la situación del negocio en los mercados en los que opera Walmart.

Por ejemplo, debido al alto porcentaje del 75% aproximadamente que representan las ventas en Estados Unidos sobre el total de las ventas y dada la naturaleza básica y de primera necesidad de los productos que vende Walmart, que representa un 67% del total, entendemos que la compañía es muy sensible a los cambios que presenta la economía americana. Por eso, los indicadores positivos sobre la economía deberían ser una gran tranquilidad para una empresa que depende tanto de la situación del mercado local. El país ha pasado los peores momentos de su última crisis y ha comenzado hace tiempo el camino de la recuperación con el nivel de desempleo más bajo de los últimos años, situándose por debajo del 5% a finales de 2016. Con una baja tasa de desocupación, el alto y característico nivel de consumo de los ciudadanos americanos y una economía nuevamente en ritmo podemos visualizar grandes expectativas para la compañía.

Dadas las características de la industria minorista en Estados Unidos, que es afectada por los indicadores económicos descriptos, se entendía que el nivel de crecimiento del país sería la variable que explique el crecimiento de las ventas. El nivel de crecimiento de un país es el producto bruto interno, que está representado por las mediciones del Banco Mundial en referencia al GDP (por sus siglas en inglés, growth domestic product) que mide toda la actividad producida por las empresas americanas.

Sin embargo, en la práctica y habiendo realizado una regresión entre las variaciones porcentuales en los niveles del producto bruto interno americano y las variaciones porcentuales en las ventas de Walmart dentro de Estados Unidos (para los segmentos Walmart US y Sam's Club) para medir el nivel explicativo de la primera variable sobre la segunda, los resultados fueron pobres a nivel estadístico (con un R^2 cercano al 0,26) y por ende se decidió avanzar en el análisis con las variables claves, propias de la industria del retail, pero con mejor perspectiva.

- **Ventas de las mismas tiendas**

Las estadísticas de ventas en las mismas tiendas o Same Store Sales (SSS) permiten analizar una comparación de rendimiento, siendo muy útiles determinar qué parte de los ingresos por ventas son producto del crecimiento orgánico y que parte de ingresos corresponde a la apertura de nuevas tiendas. Como se mencionó en este trabajo anteriormente las cifras de SSS son importantes como indicador de la eficiencia en la gestión de una cadena minorista permitiendo evaluar el rendimiento actual y probable de la cadena en el futuro.

Realizando una regresión entre las variaciones porcentuales en las ventas totales de Walmart dentro de Estados Unidos (que incluye los segmentos Walmart US y Sam's Club), tomándola como variable explicada y las variaciones porcentuales del same store sales, como variable explicativa, los resultados fueron buenos a nivel estadístico y por ende se decidió avanzar con esta variable.

En el cuadro 28 podemos observar, durante los últimos 20 años, el porcentaje de variación por same store sales contra las ventas totales para Walmart Estados Unidos. En lo que respecta al gráfico, se aprecia de una forma visual que el excedente al crecimiento de la venta en las mismas tiendas es reflejo de la apertura de locales y crecimiento en pies cuadrados.

Cuadro 28: Ventas en las mismas tiendas vs ventas totales en Estados Unidos FY 1997-2016.



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc., Capital IQ y elaboración propia.

Si bien la relación de variación porcentual entre las ventas de Walmart en Estados Unidos y el crecimiento porcentual por ventas en las mismas tiendas se puede apreciar

notablemente en el gráfico anterior, los resultados estadísticos lo respaldan con un coeficiente de 0,86 por cada incremento porcentual de ventas y un R^2 de 0,96.

Por otro lado, es válido recordar que las compañías minoristas aplican este indicador de same store sales principalmente en los Estados Unidos. Walmart por ejemplo publica los resultados para Walmart US, Sam's Club y Estados Unidos total.

- **Cantidad de tiendas y variación en pies cuadrados (Sq Ft)**

Si bien la política de apertura de tiendas seguirá porque es parte del modelo de negocio de la firma. Quizá la apertura se dé con mayor énfasis en el segmento internacional al abrirse a nuevos mercados, sin embargo, en Estados Unidos como hablamos en el apartado de los puntos de venta, la estrategia viene siendo abrir más mercados de barrio para estar cerca del consumidor y beneficiarlo con una experiencia de compra económica y rápida.

Además, el negocio de Walmart siempre ha sido el de acercar al comprador a sus tiendas para dotarlo de mayores opciones y generar un volumen de compra mayor.

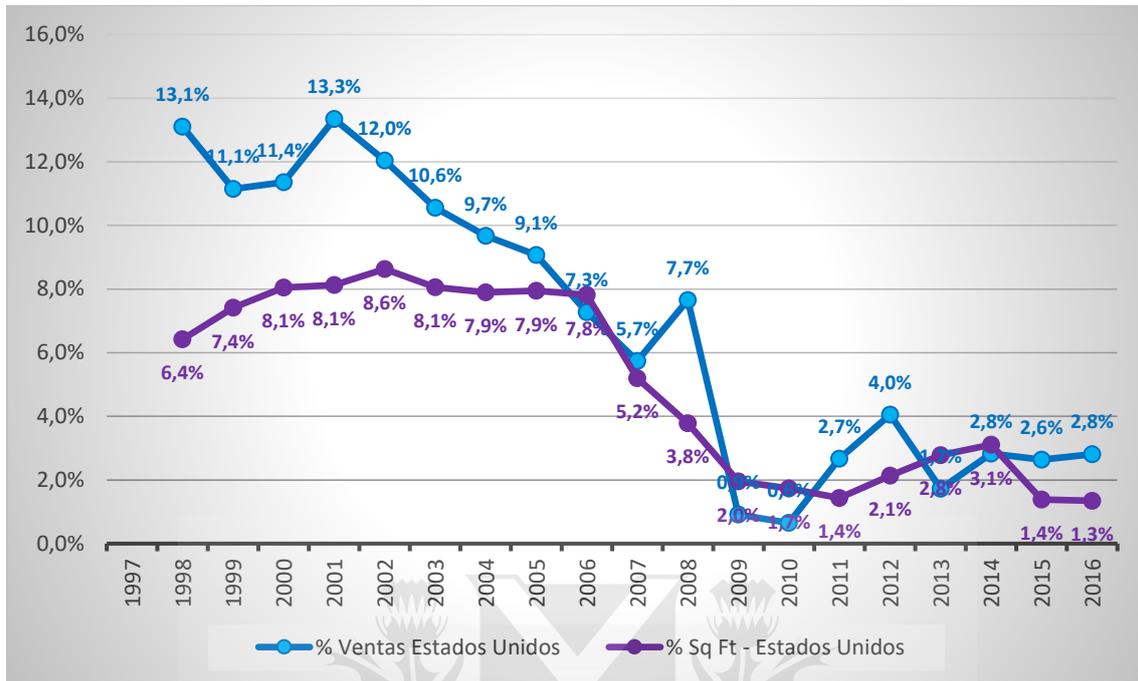
Por eso mismo, si bien todo el modelo de negocios del retail está tendiendo al cierre paulatino de tiendas físicas, Walmart no está totalmente ajeno, pero en su lugar está mutando su negocio, sin dejar de abrir tiendas, pero de menor tamaño junto con nuevos centros para el retiro de productos.

Claramente la apertura es un componente en el incremento del nivel de ventas, sin embargo, realizado una regresión entre las variaciones porcentuales en las ventas totales de Walmart dentro de Estados Unidos (que incluye los segmentos Walmart US y Sam's Club), tomándola como variable explicada y las variaciones porcentuales en la cantidad de tiendas disponibles a fin de ejercicio, como variable explicativa, los resultados fueron pobres a nivel estadístico y por ende se decidió probar con la otra variable que tiene íntima relación con el nivel de apertura de tiendas: Crecimiento en pies cuadrados, que si presentó buenos resultados. En el plano internacional sucedió lo mismo y por eso también se avanzó con pies cuadrados como variable explicativa.

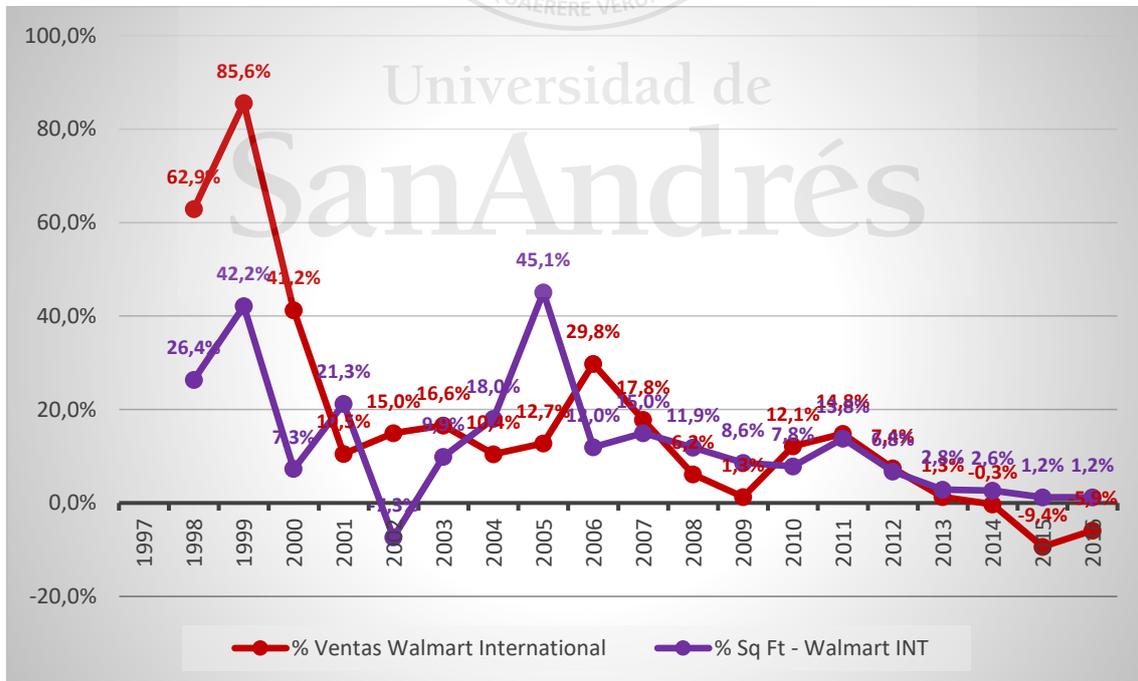
Es importante aclarar que en el plano internacional también se estudió la relación de las ventas con su respectiva tasa de crecimiento del GPD que informa el Banco mundial pero los resultados fueron igual de pobres como sucedió en el plano doméstico. Existía también el problema de que la tasa de crecimiento internacional incluye el crecimiento de países donde Walmart ni siquiera tiene operaciones comerciales, con lo cual la relación era muy baja. Por eso mismo también se decidió avanzar con el crecimiento en pies cuadrados como variable explicativa.

Los cuadros 29 y 30 muestran de forma gráfica la relación entre el crecimiento de pies cuadrados y las ventas a nivel nacional e internacional respectivamente.

Cuadro 29: Crecimiento de pies cuadrados vs ventas totales en Estados Unidos FY 1997-2016.



Cuadro 30: Crecimiento de pies cuadrados vs ventas totales en Internacionales FY 1997-2016.



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc., Capital IQ y elaboración propia.

Claramente la apertura es una variable que explica en teoría el incremento de ventas, pero en los resultados estadísticos el impacto es más significativo en el plano doméstico.

Luego de obtenidas las variables se procede al armado de la ecuación para explicar el crecimiento de ventas. En el caso de Estados Unidos la ecuación tendrá las variables de Same Store Sales y Square feet, mientras que en el segmento internacional sólo Square feet.

En cuanto a la proyección del crecimiento, se tomó un promedio móvil de los últimos 4 años, tanto para SSS como Sq-Ft, concentrando el efecto real que atraviesa la empresa en los últimos tiempos y evitando caer en el error de tomar datos históricos con grandes tasas de aumento.

El resultado de los cálculos se puede apreciar en el cuadro 31 con un crecimiento para cada año de la proyección.

Cuadro 31: Crecimiento porcentual de ventas estimado FY 2017-2023.

Segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas Estados Unidos	2,07%	2,15%	1,96%	2,11%	2,07%	2,07%	2,06%
Ventas Internacional	2,09%	1,87%	1,64%	1,72%	1,83%	1,77%	1,74%

Fuente: Elaboración propia.

Las tasas de crecimiento para cada segmento parecieran ser pequeños, pero para una empresa con una alta cuota de mercado y penetración los aumentos orgánicos resultan muy difíciles. Los resultados asumen que Walmart seguirá en el camino de un crecimiento lento por ahora, continuando con la tendencia reciente y hasta que los canales digitales se afiancen, logrando integrar la estrategia de un único canal para el cliente en su experiencia de compra.

En lo que respecta a la tasa de crecimiento del valor terminal, para Estados Unidos se toma un valor de Same Store Sales de 0,5% y de Sq-Ft de 1,2%, que combinadas arrojan un resultado de 1,38%. Por el lado del segmento internacional, la tasa de crecimiento de Sq-Ft también estará 1,2%. Por lo tanto, ambos resultados deberán ser ponderados por la participación de cada uno en las ventas totales, para lo cual se toma el promedio de los últimos años fiscales fue una relación de 74% (recuérdese que incluye el segmento de Walmart US y Sam's Club) y 26%. Finalmente, la tasa de crecimiento para la perpetuidad será de 1,35%.

5.3. Márgenes operativos

El valor del margen operativo ha sido de lo más estable en los resultados financieros de Walmart, situándose entre el 5 y 6% para los últimos 10 años, con un promedio del 5,5%. El resultado se desprende por el tipo de negocio y de la estrategia en general de la compañía, por eso cuando analizamos el índice DuPont anteriormente, vimos que la industria del retail es una industria con márgenes pequeños y alta rotación de los inventarios. Es importante tener una excelente política de compras para determinar que productos serán los más vendidos o incluso si un producto es o no potable para el consumidor. En el futuro los márgenes seguirán en torno al 6% promedio más aún con

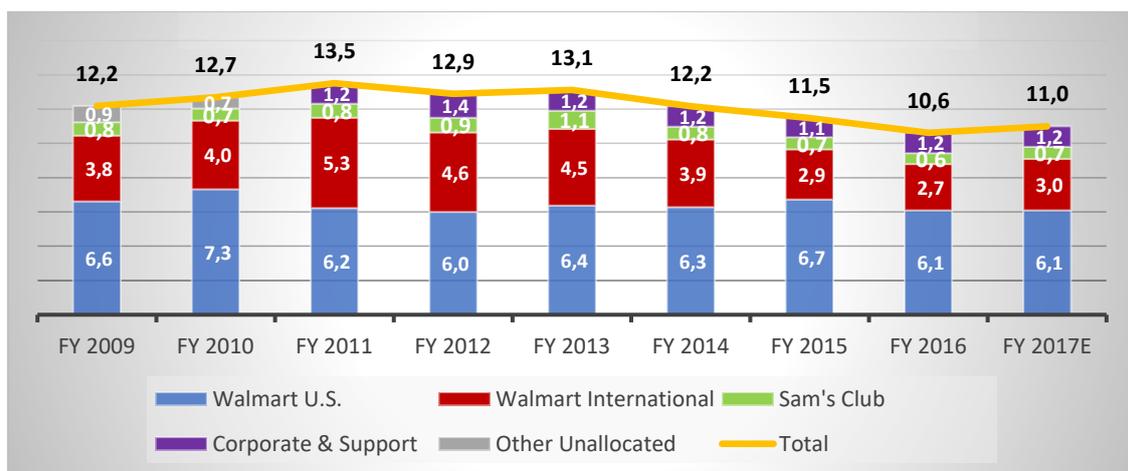
una economía americana muy estable, un margen de entre 4,5 y 5 % para el segmento internacional y un 3% para el segmento de Sam's club. Tomaremos un margen promedio y unificado para todas unidades del 5,5%, más cercana a la realidad de los últimos 5 años expresada en los estados financieros.

5.4. Gastos de Capital

En relación a los gastos de capital o capex (capital expenditures, por su abreviación en inglés), podemos observar en el cuadro 18 el detalle de los mismos por los últimos 8 años junto con la propia estimación del directorio de la firma para el año fiscal 2017. En el cuadro se puede observar que el promedio de gastos para los primeros 5 años, entre el ejercicio de 2009 y el de 2013, estaba cercanos a los 13 mil millones de dólares y que para los últimos tres años el monto se redujo a los 11,4 mil millones promedio. Esto sucede producto de una notable baja en los gastos destinados a la apertura de nuevos puntos de venta tanto a nivel internacional como en los Estados Unidos.

En el cuadro también podemos observar la estimación del directorio de la firma para el año 2017 situando el nivel de gastos en los 11 mil millones de dólares, continuando con el promedio de los últimos años. Es importante entender las intenciones de los ejecutivos que intentarán cumplir con el objetivo de mantener estable este tipo de gastos para demostrar estabilidad y ahorros a los inversionistas, a la vez que indirectamente mejoran el nivel de caja disponible. Sin embargo, si bien no se espera un brusco crecimiento en expansión de tiendas, la apertura de los diferentes formatos continuará, así como también las inversiones en los sistemas de información y aplicaciones digitales para el desarrollo de la venta online. Por lo tanto, se puede asumir que los gastos de Capex se mantendrán en este nivel o subirán levemente.

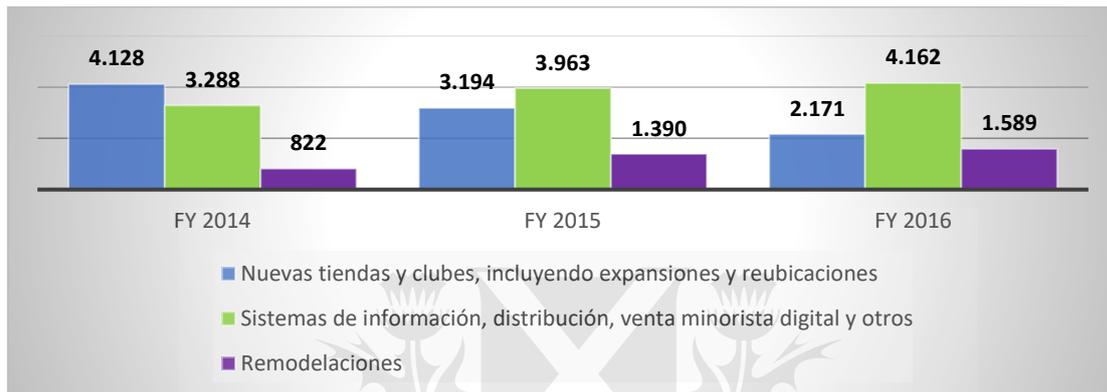
Cuadro 32: Detalle de gastos de capital FY 2009-2017



Fuente: Capital IQ y elaboración propia.

Siguiendo con el análisis de este rubro, puede observarse en el cuadro 33 el detalle de la locación de gastos de capital para Walmart en Estados Unidos para los últimos 3 años, notando que para el ejercicio fiscal 2016 tan sólo el 27% de los egresos son destinados a la apertura de tiendas, remodelaciones y expansiones cuando para 2014 significaban el 50% del total. Los gastos referidos a mejorar la logística, los sistemas de información y el canal digital, captan el 52% de los egresos cuando dos años atrás representaban cerca del 40%. En tercer lugar, las remodelaciones pasaron a representar un 20% del total en los gastos domésticos cuando solo significaban el 10%.

Cuadro 33: Detalle de localización de los gastos de capital Walmart US - FY 2014-2016



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Todo este cambio habla de una transformación de base, no sólo en la locación de gastos sino más bien en la estrategia de la empresa; bajando el ritmo de aperturas y elevando la inversión en los canales digitales y la logística de entrega asociada, acompañada de las remodelaciones en los formatos de tiendas. El cambio es significativo y como consecuencia se entiende que la localización de los gastos de la empresa se mantendrá con esta distribución. Por esto mismo se supone que los gastos de Capex totales se mantendrán estables situándose en torno a los 11 mil millones de dólares para los primeros 2 años, cumpliendo con el objetivo de los ejecutivos. Luego se irá incrementando, producto de una mayor necesidad de inversión en tecnología y remodelaciones llegando a 11,5 mil millones para los tres años siguientes y 12 mil millones para los dos años finales.

Para finalizar, resta agregar en el análisis de los gastos destinados a la apertura de tiendas, remodelaciones y expansiones, que si bien sólo representan el 27% de los egresos de Capex en Estados Unidos, a lo largo de la historia de Walmart estos gastos han acompañado la expansión del gigante del retail. La apertura de nuevos locales le permitió crecer a niveles importantes de ventas como parte del negocio y se supone que en el futuro el nivel de apertura continuará en un nivel lento, en línea con la tendencia de los últimos años. La apertura de los mercados de barrio seguirá al frente, pero sin descuidar los otros formatos de supercentros, centros de descuento y Sam's club. Para este análisis resulta interesante conocer el gasto promedio de apertura de un local y para ello se puede observar el cuadro 34, donde se toman los gastos de capital anuales para aperturas y expansiones y se los divide por la cantidad total de tiendas abiertas en

ese mismo año. Se observa que por un tema de escala, los gastos unitarios se elevan conforme se reducen los números de aperturas, situando el gasto por tienda en 18 millones de dólares para el ejercicio fiscal 2016.

Cuadro 34: Gasto de capital promedio por apertura de tiendas Walmart US - FY 2014-2016.

	FY 2014	FY 2015	FY 2016
Gastos de capital para apertura de nuevas tiendas y clubes (incluyendo expansiones y reubicaciones)	4.128	3.194	2.171
Supercentros	79	55	38
Centros de descuento	2	0	0
Mercados de barrio y otros formatos	235	161	73
Sam's Club	16	8	9
Total de tiendas abiertas anuales por Walmart US	332	224	120
Gasto promedio de apertura de locales	12,43	14,26	18,09

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

5.5. Gastos de Amortización y Depreciación

En relación al valor de las amortizaciones y depreciaciones de la compañía es difícil establecer un ratio certero a través de información provista por la empresa. El hecho de no conocer el detalle completo de aquellos activos que generan desgaste hace complicada la estimación de los cálculos para los futuros años fiscales. Por eso mismo y con el fin de simplificar la metodología con un valor más cercano a la realidad, se toma el valor de amortizaciones a través de calcular la relación entre el importe de amortizaciones de cada período dividido el valor total de cada año de planta y equipos, tanto propios como de leasing.

En el cuadro 35 pueden visualizarse los cálculos, mientras que en el cuadro 36 se observan los ratios de amortizaciones cercanos al 5% para cada ejercicio fiscal, con una tendencia estable, salvo para el último año 2016 que se elevó un poco. Justamente se toma un valor promedio para los últimos 6 años del 5,07%.

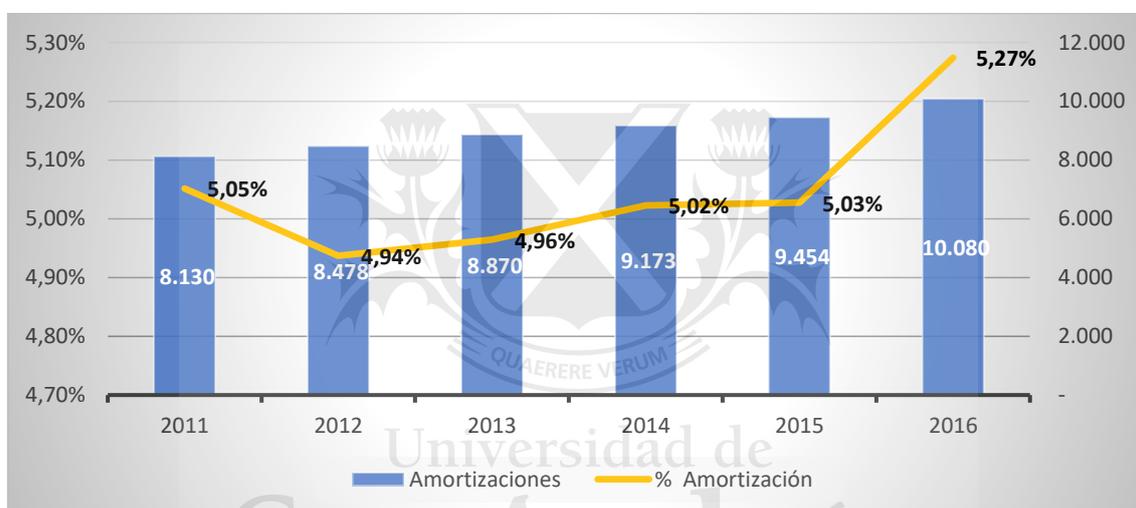
Ahora bien, como suponemos que se incorporarán nuevos activos todos los años, principalmente nuevas tiendas junto con nuevo equipamientos y transportes para la logística, pero a un nivel lento como en el último tiempo, tomaremos como premisa para la proyección que el ratio se mantendrá estable al promedio de los últimos años fiscales.

Cuadro 35: Amortizaciones y depreciaciones FY 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Amortizaciones	8.130	8.478	8.870	9.173	9.454	10.080
Propiedad y equipamiento	155.002	165.825	173.089	177.395	176.958	179.492
Propiedad bajo leasing	5.936	5.899	5.589	5.239	11.096	11.637
Propiedades Total	160.938	171.724	178.678	182.634	188.054	191.129
% Amortización	5,05%	4,94%	4,96%	5,02%	5,03%	5,27%
				Promedio 6 años		5,07%

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores inc. y elaboración propia.

Cuadro 36: Ratio amortizaciones y depreciaciones sobre planta y equipos FY 2011-2016



Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Siguiendo con el razonamiento, se procede al análisis de crecimiento de los activos fijos para los años fiscales 2012-2016. En el cuadro 37 observamos que el crecimiento es variable para cada año, producto también de una irregular apertura de tiendas por parte de los ejecutivos.

El promedio del crecimiento para los últimos 4, 3 y 2 años respectivamente fue de 2,72%, 2,27% y 2,30%. Se opta por avanzar con el ratio de crecimiento de los últimos 3 años excluyendo el 2012, que fue un año que todavía tiene influencia de la apertura de tiendas de los años anteriores.

Por lo tanto, se procederá a tomar el valor de las propiedades y equipos al 2016 por un valor total de 191.129 millones de dólares. Se proyectará el valor de los activos para los 7 años del flujo de fondos con un crecimiento anual constante del 2,27%. Sobre esos valores se calculará el 5,07% de amortizaciones para cada año.

Cuadro 37: Ratio amortizaciones y depreciaciones sobre planta y equipos FY 2011-2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Propiedad y equipamiento	165.825	173.089	177.395	176.958	179.492
Propiedad bajo leasing de capital	5.899	5.589	5.239	11.096	11.637
Propiedades Total	171.724	178.678	182.634	188.054	191.129

% Crecimiento anual	4,05%	2,21%	2,97%	1,64%
Promedio últimos 4 años	2,72%			
Promedio últimos 3 años	2,27%			
Promedio últimos 2 años			2,30%	

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

5.6. Capital de trabajo

Para la proyección del capital de trabajo se analizó el comportamiento de los últimos 6 años en la operatoria de Walmart. Los estados financieros de la compañía muestran una suba en los activos corrientes hasta el año 2014, para luego empezar a bajar. Mientras que los pasivos corrientes bajan paulatinamente desde 2012. Asimismo, como resultado de la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes, que es la definición teórica de capital de trabajo, obtenemos un WC (por sus siglas en inglés, working capital) negativo que desde el 2013 ha ido aumentando.

Es importante hacer algunos comentarios, ya que como bien se conoce un capital de trabajo negativo puede evidenciar problemas de liquidez que repercuten en la salud financiera del corto plazo e indica la necesidad de aumentar el activo corriente a fin de hacer frente a sus compromisos operativos. Sin embargo, en algunas industrias el WC negativo puede considerarse normal, como es el caso de las grandes cadenas minorista de retail de la cual Walmart es parte, donde el negocio posee un componente financiero importante. Pueden suceder varias situaciones como por ejemplo que los proveedores cobran más tarde de lo que pagan sus clientes o bien que se estén destinando fondos a la adquisición de activos fijos. Por esto mismo es muy importante contextualizar la situación de la firma como la antigüedad y el posicionamiento para comprender la operatoria diaria.

En el caso de Walmart se entiende que puedan darse varias situaciones a la vez, como la diferencia de tiempos de cobranza y pagos entre clientes y proveedores, donde los últimos cobran a mayor plazo. El uso de efectivo para la recompra de acciones y pagos de dividendos a los accionistas, que tanta mención hace el directorio donde en 2016 los egresos por pagos de dividendos fueron por 6.2 mil millones de dólares, prácticamente igual al 2015 y por la compra de acciones fueron por 8.3 mil millones de dólares, cuando en 2015 fue de casi la mitad, por 4.1 mil millones. Además, una operatoria eficiente en términos de inventarios que ha logrado bajar un 4,6% en 2 años, pasando de 45 a 43 mil millones de dólares. Otra cuestión podría ser que se destinen fondos en activos fijos, que sería muy factible dado que la empresa abre nuevas tiendas de forma constante.

En términos de pasivos se observa que la deuda con proveedores aumentó un 13% pasando de 36.6 mil millones de dólares en 2011 a 41.4 mil millones de dólares en 2016, mientras que los préstamos de corto plazo han disminuido significativamente a una cuarta parte, pasando de 4.05 mil millones de dólares en 2011 a 1.1 mil millones de dólares en 2016, dejando el espacio para la toma de nueva deuda.

El paso siguiente es analizar en profundidad la situación de las cuentas por cobrar para entender con qué velocidad se hace efectivamente de los ingresos. Como comenta William Bruns en su escrito de Introduction to Financial Ratios (Harvard Business School, 2004), "...analizar la relación entre la cantidad de tiempo que transcurre entre las ventas y las cobranzas de clientes puede ser información importante sobre la estructura financiera de una empresa. Se puede obtener una aproximación del número de días que transcurren al dividir el monto de las cuentas por cobrar... por las ventas promedio del día."

El período de cobro para las cuentas por cobrar se puede calcular dividiendo primero las ventas netas entre 365 días para determinar las ventas promedio por día, para luego dividir las cuentas por cobrar por las ventas promedio por día.

En el cuadro 38 podemos ver los cálculos para los ejercicios fiscales del 2011 al 2016, con un promedio menor a 5 días para las cuentas por cobrar.

Cuadro 38: Días de las cuentas por cobrar FY 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	446.509	468.651	476.294	485.651	482.130	485.873
Ventas promedio por día	1.223	1.284	1.305	1.331	1.321	1.331
Cuentas por cobrar	5.937	6.768	6.677	6.778	5.624	5.835
Días de las cuentas por cobrar	4,85	5,27	5,12	5,09	4,26	4,38
					Promedio 5 años	4,83

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

El hecho de que la empresa tenga un ratio de cobranzas bajo habla del tipo de negocio donde opera. Las cadenas minoristas en Estados Unidos suelen cobrar a sus clientes con tarjetas de crédito en su gran mayoría, producto de una economía bancarizada y eficiente. Con lo cual, 5 días es un tiempo normal para cobrar a través de las tarjetas de crédito en EE.UU. donde las plataformas digitales son sólidas y confiables.

Si bien no conocemos la política de pagos de la empresa, entendemos que el plazo debe estar cerca de los 30 días como indica la práctica profesional para la mayoría de las industrias. Esta diferencia es la que marca la principal causa del capital de trabajo negativo, en el caso donde una empresa se hace rápido de los fondos y por ende le basta con la financiación que ejerce a través de sus proveedores.

Enfocándonos en el cálculo del capital de trabajo para la proyección se decide realizar el cálculo de la rotación del capital de trabajo para trabajar con ratios que tomen promedios y tener una aproximación entre la relación del working capital con las ventas.

En el cuadro 39 se observa la fórmula que utilizamos del texto de William Bruns, donde se toman las ventas divididas por la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes promedios para ambos casos. Se realizaron los cálculos sobre los últimos 5 años fiscales y se procede a calcular el promedio y la mediana para el período. Los números arrojan un ratio de rotación promedio de casi 83 veces y una mediana de 71 veces, optando por elegir el segundo ratio al primero para evitar las grandes variaciones, como la ocurrida en 2015 que duplica los valores. Los resultados se visualizan en el cuadro 40.

Cuadro 39: Fórmula de rotación de Capital de trabajo

Rotación de Capital de trabajo

↓

Ventas

Activos Corrientes promedio – Pasivos Corrientes promedio

Fuente: elaboración propia.

Cuadro 40: Rotación de Capital de trabajo FY 2012-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	446.509	468.651	476.294	485.651	482.130	485.873
Total activos corrientes	54.975	59.940	61.185	63.278	60.239	57.689
Promedio activos corrientes		57.458	60.563	62.232	61.759	58.964
Total pasivos corrientes	62.300	71.818	69.345	65.272	64.619	66.928
Promedio pasivos corrientes		67.059	70.582	67.309	64.946	65.774
		(48,8)	(47,5)	(95,7)	(151,3)	(71,4)
					Promedio 5 años	(82,9)
					Mediana 5 años	(71,4)

Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

Por lo tanto, entendemos que el capital de trabajo rota 71,4 veces en el año y se procede a dividir el importe de las ventas estimadas sobre el ratio para obtener el capital de trabajo necesario para la operatoria anual de cada ejercicio fiscal.

5.7. Cálculo de los flujos de fondos

Una vez conocido y estimado el valor de cada variable que afecta la generación de caja, se procede a presentar y aplicar las fórmulas conocidas del modelo de valuación.

Cuadro 41: Fórmula Free Cash Flow

$$\begin{array}{l} \text{EBIT} \times (1 - \text{Tasa Impositiva}) \\ (+) \text{ Depreciaciones} \\ (-) \text{ Inversión de Capital (CAPEX)} \\ (+ -) \text{ Variación en Capital de trabajo} \\ \hline \text{FREE CASH FLOW de la firma} \end{array}$$

Fuente: Elaboración propia.

Para el cálculo del valor terminal se considera el Flujo de Fondos Libres (FCF) del año 2023 y se aplica la fórmula del cuadro 42, donde la tasa de crecimiento estará en línea con el crecimiento de las ventas totales de Walmart, quedando en un 1,35%. El cálculo del WACC se verá más adelante con el cálculo del costo promedio ponderado del capital con el que se financian de la firma.

Cuadro 42: Fórmula Valor Terminal

$$\begin{array}{l} \text{VALOR TERMINAL} \\ \text{FCFF} \times (1 + g) \\ \hline (\text{WACC} - g) \end{array}$$

Fuente: Elaboración propia.

Donde:

FCFF	=	Free Cash Flow de la firma.
g	=	Tasa de crecimiento.
WACC	=	Costo Promedio Ponderado de Capital.

5.8. Tasa de descuento

La tasa de descuento utilizada será el promedio ponderado del costo del capital, WACC (por sus siglas en inglés Weighted Average Cost of Capital).

La fórmula se puede apreciar en el cuadro 43, en donde se define la estructura de capital, entendiendo las proporciones de deuda y equity con la cual se desempeña la firma, además de estimar el costo de financiarse con cada uno de ellos.

Cuadro 43: Fórmula WACC

$$\text{WACC} = \frac{\text{Equity}}{\text{Deuda} + \text{Equity}} \times K_e + \frac{\text{Deuda}}{\text{Deuda} + \text{Equity}} \times K_d (1 - t)$$

Fuente: Elaboración propia.

Donde:

WACC	=	Costo Promedio Ponderado de Capital.
$\frac{\text{Equity}}{\text{Deuda} + \text{Equity}}$	=	Ponderación de capital accionario sobre el total de las fuentes de financiamiento.
K_e	=	Tasa o Costo del capital accionario.
$\frac{\text{Deuda}}{\text{Deuda} + \text{Equity}}$	=	Ponderación de la deuda sobre el total de las fuentes de financiamiento.
K_d	=	Tasa o Costo de la deuda financiera.
t	=	Tasa impositiva

Con respecto a la información sobre la deuda financiera, los datos son tomados a valor libro. Con lo cual el Balance publicado por la compañía al 31/01/2017 refleja un monto total de \$ 45.938 millones de dólares, de los cuales \$ 1.664 millones corresponden a deuda de corto plazo y \$ 44.274 millones de dólares a deuda de largo plazo. En el cuadro 44 se puede apreciar el detalle de la composición de la deuda financiera.

Cuadro 44: Composición de la Deuda financiera FY 2016

Composición de la Deuda	Valor
Capital Leases de Largo plazo	6.003
Deuda de largo plazo (de 1 año) - Tasa Variable	733
Deuda de largo plazo (de 1 año) - Tasa Fija	1.523
Deuda de largo plazo	36.015
Total Deuda financiera	44.274

Fuente: Elaboración propia.

Para determinar el costo de la deuda financiera se procede a analizar la cotización de algún bono corporativo cercanos a la fecha de valuación, en busca de determinar el rendimiento del mismo. Esta tasa de rendimiento puede ser tomada como el costo marginal de deuda, es decir cuál sería la tasa que pagaría la compañía en ese momento por la emisión de nueva deuda.

En el cuadro 45 se puede apreciar la cotización e información relevante del bono de referencia de Walmart. El mismo fue seleccionado por ser de los más cercanos a la fecha de valuación, por tener una fecha de vencimiento o maturity a 10 años, en concordancia con el vencimiento del US treasury de 10 años tomado como tasa libre de riesgo.

Cuadro 45: Rendimiento del bono de referencia de Walmart para el costo de deuda.

WMT 5.875pct 2027 bond	
Wal-mart Stores Inc	
Cupón	5,875%
Frecuencia de pago	Semestral
Día de emisión	05/04/2007
Vencimiento	05/04/2027
Monto nominal emitido	1.000.000
Precio mercado al 31/01/2017	122,294
TIR	3,28%

Fuente: MarketAxess y elaboración propia.

En conclusión, el valor de la YTM (yield to maturity, por sus siglas en inglés) o rendimiento hasta el vencimiento de 3,28% será el valor a tomar como referencia para el costo de la deuda de largo plazo por ser el valor que el mercado percibe.

Respecto a los datos de capital aportado por los accionistas, los datos son tomados a valor de mercado. Por eso mismo se deberá obtener la capitalización bursátil a partir de la cotización al 31/01/2017 de las acciones de Walmart publicadas en el NYSE (New York Stock Exchange, por sus siglas en inglés, Bolsa de valores de Nueva York) de 66,74 dólares, multiplicado por la cantidad de acciones en circulación de 3.112 millones. La capitalización bursátil de la compañía refleja un monto de \$ 207.695 millones de dólares.

En el cuadro 46 se puede observar los importes monetarios de deuda y equity junto con la proporción que representa cada uno sobre el total de fuentes de financiamiento.

Cuadro 46: Proporción Deuda y Capital accionario

Deuda de largo plazo	44.274	
Deuda Financiera	44.274	17,57%
al 31/01/2017		
Cantidad de acciones	3.112	
Valor de la acción de Wal-Mart Inc.	66,74	
Capitalización de mercado	207.695	82,43%

Fuente: Elaboración propia.

Para averiguar el costo del capital propio se utilizará el modelo CAPM, para el cual se establecerá como tasa libre de riesgo la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años.

La tasa libre de riesgo debe ser igual al retorno esperado sin posibilidad de default, por eso, se suele tomar como referencia el bono del tesoro de Estados Unidos. Sin embargo, para la referencia del horizonte de tiempo, se toma a 10 años para el largo plazo en lugar del bono a 30 años, por una cuestión de liquidez. Donde a diferencia del segundo bono, el primero si es percibido en el mercado como un activo líquido.

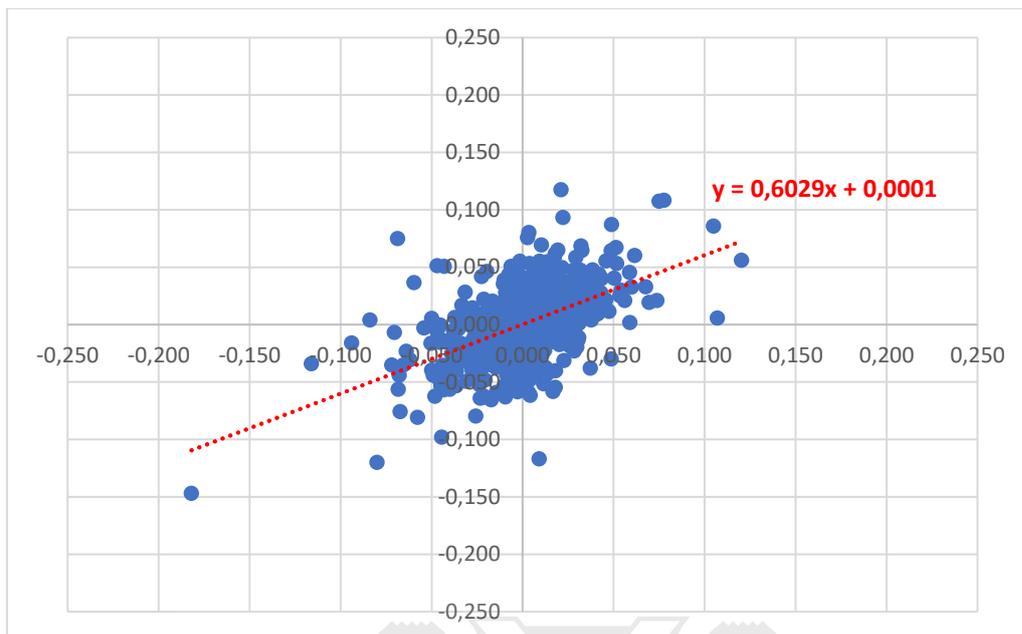
A su vez se establecerá el retorno histórico del mercado americano dado que estamos en un período de tasas bajas que puede producir distorsión en el cálculo de la prima de riesgo.

La tasa publicada del bono al 31/01/2017 era de 2,45% anual, mientras que el retorno histórico del mercado de Estados Unidos era del 9,5% aproximadamente.

La tasa del costo del capital para los accionistas será calculada mediante el CAPM, (por sus siglas en inglés Capital Asset Pricing Model). Para lo cual se procede a calcular el valor de la Beta mediante la regresión entre el rendimiento semanal de Walmart Inc. contra el rendimiento semanal del S&P 500 de los últimos 15 años.

El resultado arroja una Beta de 0,60 que representa la pendiente de la línea de tendencia. La ecuación de la recta es $y = 0,6029x + 0,0001$.

Cuadro 47: Cálculo de la Beta. Regresión de Walmart vs S&P 500.



Fuente: Investing.com y elaboración propia.

Ahora bien, como es conocido que el cálculo de la Beta para el modelo CAPM pueda ser sujeto de críticas por varios autores académicos, se busca tomar algunos recaudos para obtener un resultado más confiable. Por ejemplo, el profesor Pablo Fernández, quien afirma que es un error utilizar las betas calculadas con datos históricos porque los resultados cambian mucho de un día para otro y dependen mucho de qué índice bursátil, de qué periodo histórico y de qué frecuencia de rentabilidad se utilicen para su cálculo. Por eso, más allá de que la beta sea utilizada comúnmente en la disciplina Fernández sugiere que el resultado de la beta debe ser sometido a juicio crítico en el contexto de la empresa y del mercado en la cual opera.

Asimismo, cuando el profesor Fernández comenta sobre la utilidad de las betas calculadas menciona la diferencia entre las betas sectoriales y las betas de empresas, nombrando autores como Damodaran (2001) que, si bien reconoce que las betas de las empresas oscilan mucho, afirman que las betas sectoriales oscilan muy poco. Por eso recomiendan utilizar la beta calculada de un sector. Sin embargo, Fernández advierte que, aunque las betas sectoriales oscilan menos que las de las empresas, también oscilan mucho y su utilización puede provocar grandes errores. También menciona a Copeland, Koller y Murrin (2000), quienes recomiendan “mirar varias fuentes fiables porque las estimaciones de la beta varían considerablemente... Si las betas de distintas fuentes difieren en más de 0,2 o si la beta de la empresa difiere en más de 0,3 del promedio del sector, use la beta media del sector. La beta media del sector es típicamente más estable y fiable que la beta de una empresa porque los errores de medición tienden a cancelarse”.

Dicho todo esto, se proceden a tomar las recomendaciones y avanzar tomando como referencia las betas sectoriales calculadas y calculando la beta de forma práctica tomando empresas de la industria como referencia.

Como referencia de las betas calculadas se toma el estudio del profesor Aswath Damodaran de la Universidad de New York sobre las betas aproximadas para las diferentes industrias de los Estados Unidos. En su página web publica que Walmart pertenece al segmento de Retail general, donde debería tener una beta del 1,05. Sin embargo, si tomamos la beta del sector de Retail de comestibles y alimentos que es de 0,69, y teniendo en cuenta el gran porcentaje que representan los alimentos en las ventas totales de la empresa, pareciera ser que la beta de nuestro cálculo estaría más cercana a la segunda industria. Obviamente se entiende que la dificultad del análisis radica en clasificar dentro de una industria a una firma gigante como Walmart que ofrece a la venta una gran cantidad de productos.

Por otro lado, se procede a calcular la beta de forma práctica a través de las empresas de la industria. La idea es tomar la beta apalancada de un grupo de empresas de la industria a la cual pertenece la compañía, es decir, la beta que contempla en su cálculo la estructura de capital de las diferentes firmas, para luego obtener un valor promedio al cual se le extrae el efecto financiero del sector a través de la fórmula de desapalancamiento. Ese mismo valor de beta es el cual se procede a apalancar, pero teniendo en cuenta las particularidades de financiamiento de Walmart, obteniendo así un valor de la Beta para la compañía en relación a los valores de la industria.

En primer lugar, se procede a completar la tabla con los valores de cada firma seleccionada de la industria para luego obtener los promedios.

Cuadro 48: Cálculo de la Beta apalancada promedio del sector.

Nombre Compañía	Beta apalancada (BL)	Deuda	Equity	Deuda/Equity	Tasa impositiva
Kroger Co	0,30	14.085	32.126	43,8%	35,0%
Costco Wholesale Corp	0,99	5.535	72.293	7,7%	35,0%
Target Corp	0,41	12.749	38.093	33,5%	35,0%
Carrefour SA	0,88	13.405	16.115	83,2%	35,0%
Tesco PLC	0,25	14.039	24.217	58,0%	35,0%
Casino, Guichard-Perrachon	1,80	10.783	10.492	102,8%	35,0%
Promedio	0,77			54,8%	35,0%
Wal-Mart Stores Inc	0,60	44.274	207.695	21,3%	35,0%

Fuente: Yahoo! Finance y elaboración propia.

En el cuadro 48 se reflejan los resultados, obteniéndose 0,77 como valor de la Beta apalancada promedio de la industria, un 54,8% promedio de relación de la deuda contra el Equity y una tasa del 35% teórica para todas las empresas. Con estos valores, tal como se observa en el cuadro 49 se procede a obtener el valor de la beta desapalancada o unlevered como suele llamarse (por su significado en inglés) para obtener finalmente una beta de 0,57 promedio de la industria.

Cuadro 49: Cálculo de la Beta apalancada promedio de la industria.

Beta apalancada (B_L) de la Industria	0,77
% Deuda/Equity	0,55
(1 - Tasa Impositiva)	0,65
Beta desapalancada (B_U) de la Industria	0,57

Fuente: Elaboración propia.

Ahora bien, se procede a tomar el valor de 0,57 y calcular la beta teniendo en cuenta la estructura de capital de Walmart a través de la fórmula del cuadro 50, mientras que en el cuadro 51 se realizan los cálculos obteniendo un valor de beta de 0,65.

Este resultado guarda bastante relación con la beta obtenida a través de la regresión que era de 0,60 y de la beta calculada para el sector de alimentos que era de 0,69. Por lo tanto se decide avanzar y aplicar este nuevo valor de 0,65 para la beta al representar un valor calculado de forma práctica y mantenerse dentro del rango de referencia.

Cuadro 50: Fórmula Beta apalancada

$$\text{Beta apalancada } B(L) = \text{Beta desapalancada } B(U) \times [1 + (D/E) (1 - t)]$$

Fuente: Elaboración propia.

Donde:

Beta apalancada B (L)	=	Valor de Beta al tener en cuenta la estructura de capital de la firma.
Beta desapalancada B (U)	=	Valor de Beta sin tener en cuenta la estructura de capital de la firma.
$\frac{\text{Deuda}}{\text{Equity}}$	=	Proporción de la deuda sobre el capital accionario.
t	=	Tasa impositiva

Cuadro 51: Cálculo de la Beta desapalancada

Beta desapalancada (BL) de la Industria	0,57
% Deuda/Equity	0,21
(1 - Tasa Impositiva)	0,65
Beta desapalancada (Bu) de la Industria	0,65

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 52: Fórmula CAPM

$$K_e = R_f + B \times (R_m - R_f)$$

Fuente: Elaboración propia.

Donde:

K_e	=	Tasa o Costo del capital accionario.
R_f	=	Tasa libre de riesgo.
B	=	Beta. Riesgo del activo respecto al portfolio de mercado.
R_m	=	Rendimiento esperado del mercado

Por lo tanto, luego de obtener el valor de las tasas de referencia junto con la Beta y aplicando la fórmula del modelo CAPM obtenemos el valor del K_e , que es del 7,02%

Cuadro 53: Cálculo del costo del Capital accionario

Beta (B)	0,65
Rendimiento esperado del mercado (R_m)	9,50%
Tasa libre de Riesgo (R_f)	2,45%
Costo del capital accionario (K_e)	7,02%

Fuente: Elaboración propia.

En base a los cálculos anteriores podemos completar la fórmula del WACC y llegar al costo promedio:

Cuadro 54: Cálculo WACC

% Equity	82,43%
Costo del capital accionario (Ke)	7,02%
% Deuda	17,57%
Costo de la deuda financiera (Kd)	3,28%
(1 - Tasa Impositiva)	0,65
Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)	6,16%

Fuente: Elaboración propia.

El resultado del WACC arroja una tasa del 6,16%, reflejo de varios aspectos. Por un lado, una baja beta muestra que no hay una fuerte relación entre las variaciones del mercado y las de Walmart. Esto se debe principalmente a que los ingresos de la compañía provienen aproximadamente en un 67% de la venta de alimentos y productos de salud y bienestar que son productos de primera necesidad y presentan cierta inelasticidad por parte de los consumidores americanos. Además, en cuanto a la relación de deuda/capital se observa que es baja y por ende la empresa no se encuentra muy apalancada, ejerciendo una baja ponderación en el cálculo. Por otro lado, al ser una empresa con una alta calificación crediticia le permite acceder a financiarse a bajas tasas. Esto significa que al ser una empresa muy valorada, estable y poco riesgosa le permite acceder a financiarse en el mercado accionario con facilidad con cada emisión de deuda.

5.9. Escenario Base

Proyección - Escenario Base								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas netas Estados Unidos	365.198	372.762	380.766	388.235	396.444	404.665	413.058	421.551
Ventas netas Internacional	116.119	118.550	120.765	122.748	124.866	127.154	129.401	131.654
Membresía y otros ingresos	4.556	4.602	4.648	4.694	4.741	4.788	4.836	4.885
Total ingresos	485.873	495.913	506.179	515.678	526.051	536.607	547.295	558.090
Margen bruto %		2,07%	2,07%	1,88%	2,01%	2,01%	1,99%	1,97%
Costo de la venta	361.256	371.935	379.634	386.758	394.538	402.455	410.472	418.567
Margen bruto	124.617	123.978	126.545	128.919	131.513	134.152	136.824	139.522
Margen bruto %		25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Gastos operativos, comerciales y administrativos	101.853	96.703	98.705	100.557	102.580	104.638	106.723	108.828
Ingresos operativos	22.764	27.275	27.840	28.362	28.933	29.513	30.101	30.695
Ingresos operativos %		5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

Valuación - Escenario Base									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Perpetuidad
EBIT	22.764	27.275	27.840	28.362	28.933	29.513	30.101	30.695	
(1- Tasa Impositiva)	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	
EBIT (1- Tasa Impositiva)	14.797	17.729	18.096	18.435	18.806	19.184	19.566	19.952	19.454
Variaciones									1,35%
(+) Amortización y Depreciación	10.080	9.914	10.140	10.370	10.606	10.847	11.093	11.345	
	2,07%	2,00%	2,00%	2,01%	2,02%	2,02%	2,03%	2,03%	
(-) Inversión de Capital (CAPEX)	- 10.619	- 11.000	- 11.000	- 11.500	- 11.500	- 11.500	- 12.000	- 12.000	
	-2,19%	-2,22%	-2,17%	-2,23%	-2,19%	-2,14%	-2,19%	-2,15%	
(+ -) Variación en Capital de trabajo	5.605	140	148	138	152	152	155	157	
	1,15%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	
FREE CASH FLOW de la firma	19.863	16.783	17.383	17.443	18.064	18.682	18.814	19.454	410.296
Costo del Capital (WACC)		6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%
Factor de descuento		1,062	1,127	1,196	1,270	1,348	1,431	1,519	1,519
VALOR DE LA FIRMA	369.902	15.810	15.425	14.581	14.224	13.857	13.146	12.804	270.055

Fuente: Elaboración propia.

5.10. Resultados

• Escenario Base

A partir de los cálculos realizados podemos arribar al valor de la firma para el escenario base por un valor de 369.902 millones de dólares, a partir del cual restando la deuda existente y sumando la caja llegamos al valor del capital accionario por un importe de 332.495 millones de dólares, equivalente a un precio por acción de 106,84 dólares.

Cuadro 55: Valor del Capital y Precio por Acción – DCF Escenario Base

Escenario Base	
Valor de la firma	369.902
Deuda financiera	44.274
Caja	6.867
Valor del Capital accionario	332.495
al 31/01/2017	
Cantidad de acciones	3.112
Precio por acción (USD)	106,84

Fuente: Elaboración propia.

• Escenario Optimista

- ✓ Para el escenario optimista estimamos que las variables significativas de Same Store Sales y Square feet crecerán a un 3% promedio para todo el período, lo cual se verá reflejado en las ventas para Estados Unidos en un 4,97%, mientras que en el mundo en un 3,16%.
- ✓ En lo que respecta a las membresías de Sam's Club también se proyecta con un crecimiento del 3%.
- ✓ Para el valor terminal sucede lo mismo que el crecimiento de las ventas de cada segmento, sin embargo el crecimiento de las ventas totales será de 4,5%, producto de la ponderación de 74% para el mercado doméstico y 26% para el internacional, que se supone permanecerá igual.

Cuadro 56: Crecimiento porcentual de ventas estimado FY 2017-2023 – Escenario Optimista.

Segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas Estados Unidos	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%	4,97%
Ventas Internacional	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%

Fuente: Elaboración propia.

A partir de los cálculos realizados podemos arribar al valor de la firma para este escenario por un valor de 1.074.015 millones de dólares, a partir del cual restando la deuda existente y sumando la caja llegamos al valor del capital accionario por un importe de 1.036.608 millones de dólares, equivalente a un precio por acción de 333,10 dólares.

Cuadro 57: Valor del Capital y Precio por Acción – DCF Escenario Optimista

Escenario Optimista	
Valor de la firma	1.074.015
Deuda financiera	44.274
Caja	6.867
Valor del Capital accionario	1.036.608
al 31/01/2017	
Cantidad de acciones	3.112
Precio por acción (USD)	333,10

Fuente: Elaboración propia.

• Escenario Pesimista

- ✓ Para el escenario optimista estimamos que las variables significativas de Same Store Sales y Square feet crecerán a un 0,30% promedio para todo el período, lo cual se verá reflejado en las ventas para Estados Unidos en un 0,50%, mientras que en el mundo en un 0,32%.
- ✓ En lo que respecta a las membresías de Sam's Club también se proyecta con un crecimiento del 0,3%.
- ✓ Para el valor terminal sucede lo mismo que el crecimiento de las ventas de cada segmento, sin embargo el crecimiento de las ventas totales será de 0,45%, producto de la ponderación de 74% para el mercado doméstico y 26% para el internacional, que se supone permanecerá igual.

Cuadro 58: Crecimiento porcentual de ventas estimado FY 2017-2023 – Escenario Base.

Segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas Estados Unidos	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Ventas Internacional	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%

Fuente: Elaboración propia.

A partir de los cálculos realizados podemos arribar al valor de la firma para este escenario por un valor de 295.872 millones de dólares, a partir del cual restando la deuda existente y sumando la caja llegamos al valor del capital accionario por un importe de 258.465 millones de dólares, equivalente a un precio por acción de 83,05 dólares.

Cuadro 59: Valor del Capital y Precio por Acción – DCF Escenario Pesimista

Escenario Pesimista	
Valor de la firma	295.872
Deuda financiera	44.274
Caja	6.867
Valor del Capital accionario	258.465
al 31/01/2017	
Cantidad de acciones	3.112
Precio por acción (USD)	83,05

Fuente: Elaboración propia.

Las proyecciones de los flujos de fondos de los escenarios optimista y pesimista están disponibles en los anexos 9.3. y 9.4. respectivamente.



5.11. Múltiplos por comparables

El segundo modelo de valuación a utilizar será el de múltiplos por comparables, que es un modelo simple y permite obtener una aproximación rápida del valor de la empresa a través del valor que otros activos poseen en la misma industria. Para realizar el análisis es importante identificar las compañías que realizan actividades similares y tienen características similares en términos de retorno y riesgo. Además, el modelo es más simple al DCF porque requiere menor información y porque los datos son fáciles de obtener. Sin embargo, las desventajas o limitaciones en la utilización de este modelo están ligadas al mismo beneficio, ya que al requerir menos información también se pueden asumir ciertas variables fundamentales pero que podrían ser equivocadas.

Además, la misma selección de las empresas comparables puede crear distorsión al estar en momentos de mercado particulares al momento del análisis.

Es importante entender que la valuación por DCF y por múltiplos intentan ser complementarios y no sustitutivos. Por eso mismo el resultado a través del DCF debería estar en línea con los múltiplos y así comprobar que los supuestos tomados son adecuados.

Para realizar la valuación de Walmart Inc. a través de este modelo se utilizarán los siguientes múltiplos:

Como ratio del valor del Equity o capital accionario:

- ✓ Price Earnings - (P/E)

Precio sobre ganancias.

Como ratio del valor de la firma:

- ✓ Enterprise Value / EBITDA - (EV/EBITDA)

Valor de la firma sobre resultado operativo antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones.

- ✓ Enterprise Value / Sales - (EV/Sales)

Valor de la firma sobre ventas.

Se eligieron los ratios anteriores por ser los más populares para valorar empresas, sin embargo es verdad que en función del sector que se esté analizando unos múltiplos son más apropiados que otros. Por ejemplo, el profesor Pablo Fernández destaca que para el sector de minoristas y bienes de consumo y sub sector de alimentos es preferible utilizar el ratio Price Earnings para realizar la valuación.

En otro documento el profesor Fernández indica que el Price Earnings es un ratio fácil de obtener debido a que está basado en el beneficio por acción y es una de las proyecciones más estudiadas por los analistas. Sin embargo, más allá de ser uno de los ratios más usados, existe la posibilidad de obtener resultados distorsionados debido al nivel de apalancamiento de las empresas analizadas.

Al contrario, Fernández menciona que utilizando el ratio Enterprise Value/EBITDA se puede ignorar el grado de apalancamiento y por lo tanto el valor no se verá

distorsionado. Además, este ratio es preferido para comparar empresas de diferentes países. Finalmente, en cuanto al ratio Enterprise Value/Sales menciona que es útil para comparar empresa con márgenes similares.

Con respecto a la selección de las empresas comprables si bien no coinciden en todas las comparaciones como niveles de ventas, cantidad de puntos de venta, cantidad de empleados o estructura, se eligen empresas de la industria de alimentos para poder analizar y comparar a través de los márgenes operativos y de rentabilidad. Es importante recordar que Walmart es líder de mercado y es muy reconocido por su gran estructura en la industria, no pudiendo encontrar empresa similar en el mercado.

Elegimos a Target, Kruger y Costco principalmente por su operatoria en la industria del retail dentro de los Estados Unidos como también a Carrefour, Tesco y Casino por características similares, pero en otro país como Francia e Inglaterra. Por otro lado, se incorpora a la empresa chilena Cencosud para traer un caso de Latinoamérica.

En el cuadro 60 se puede ver la selección de empresas comprables, donde se puede observar los diferentes valores.

Para el posterior cálculo de los ratios es preferible tomar la mediana de la industria antes que el promedio simple, para evitar distorsiones debito a los valores extremos de la muestra.

Cuadro 60: Empresas comprables para Walmart

	EV	EBITDA	SALES	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales
Kroger Co	45.889	5.865	115.337	16,27	7,82	0,40
Costco Wholesale Corp	73.099	4.927	118.719	30,76	14,84	0,62
Target Corp	48.330	7.310	69.495	13,92	6,61	0,70
Carrefour SA	27.472	4.088	82.657	21,60	6,72	0,33
Tesco PLC	30.705	3.088	69.095	50,25	9,94	0,44
Casino, Guichard-Perrachon	15.171	1.766	38.034	11,45	8,59	0,40
Cencosud S.A.	12.307	969	15.410	14,02	12,70	0,80
Promedio				22,61	9,60	0,53
Mediana				16,27	8,59	0,44

Wal-Mart Stores Inc	245.102	32.844	485.873	15,22	7,46	0,50
----------------------------	----------------	---------------	----------------	--------------	-------------	-------------

Fuente: Yahoo! Finance, Capital IQ y elaboración propia.

Valuación por múltiplo P/E

Con relación al cálculo mediante este múltiplo se toma el valor de la ganancia por acción EPS (por sus siglas en inglés, earnings per share) publicado por Walmart en su último reporte fiscal anual 2016, es decir un valor de 4,38 dólares. Dado este dato y tomando en cuenta los valores de los últimos 5 años que van desde 4,38 hasta 5,05 y con un promedio de 4,74, se construye el cuadro de sensibilidad con un rango de entre 4,08 y 5,28 dólares. Por otro lado, como el valor de la mediana del ratio P/E de la industria es de 16,27x, el rango que se toma será entre 15,00x - 17,00x.

Por consiguiente, multiplicado el valor de la ganancia por acción de 4,38 y el múltiplo de la industria entre 16,00x - 16,50x se puede observar que el valor de la acción debiera estar entre 70 y 72 dólares, en concordancia con el precio de mercado de la acción de 66,74 dólares al 31/01/2017, cuando nos posicionamos al momento de realizar la valuación.

Ahora bien, si el valor de la ganancia por acción estuviera más cerca al promedio de los últimos años situado en 4,74 dólares, entonces el valor de la acción debiera estar entre 75 y 77 dólares.

Cuadro 61: Matriz valuación P/E

		Múltiplo P / E				
		15,00x	15,50x	16,00x	16,50x	17,00x
EPS (USD) Unidades	4,08	61,20	63,24	65,28	67,32	69,36
	4,38	65,70	67,89	70,08	72,27	74,46
	4,68	70,20	72,54	74,88	77,22	79,56
	4,98	74,70	77,19	79,68	82,17	84,66
	5,28	79,20	81,84	84,48	87,12	89,76

Fuente: Elaboración propia.

Valuación por múltiplo EV/EBITDA

Para el cálculo mediante este múltiplo se toma el valor del EBITDA para el año fiscal 2016, por un importe de 32.844 millones de dólares y se establecerán los valores con los cuales se procede a armar el cuadro de sensibilidad, que en este caso sería de un rango de entre 20.000 y 40.000 millones. Además, en relación al valor de la mediana del ratio de la industria que es 8,59x, el rango tomado para el cuadro sería entre 8,00x - 9,00x.

Multiplicado el valor del EBITDA de 32.844 millones por el múltiplo de la industria entre 8,50x - 8,75x se puede observar que el valor de la compañía debiera estar entre 255.000 y 306.000 millones de dólares. Sin embargo, a este resultado corresponde restarle la deuda y sumarle la caja a fin de obtener el valor del capital entre 217.000 y 269.000 millones. Una vez obtenido el Equity se divide por la cantidad de acciones que en este caso son 3.112. Finalmente llegamos a un resultado que expresa que el valor de la acción debería estar entre 70 y 86 dólares un poco por arriba del valor de mercado de 66,74 dólares por acción que cotiza en el mercado al 31/01/2017.

Cuadro 62: Matriz valuación EV/EBITDA

		Múltiplo EV / EBITDA				
		8,00x	8,25x	8,50x	8,75x	9,00x
EBITDA (USD) Millones	20.000	160.000,00	165.000,00	170.000,00	175.000,00	180.000,00
	25.000	200.000,00	206.250,00	212.500,00	218.750,00	225.000,00
	30.000	240.000,00	247.500,00	255.000,00	262.500,00	270.000,00
	35.000	280.000,00	288.750,00	297.500,00	306.250,00	315.000,00
	40.000	320.000,00	330.000,00	340.000,00	350.000,00	360.000,00

		Valor Equity = EV - Deuda + Caja				
		-37.407	-37.407	-37.407	-37.407	-37.407
EBITDA (USD) Millones	20.000	122.593,00	127.593,00	132.593,00	137.593,00	142.593,00
	25.000	162.593,00	168.843,00	175.093,00	181.343,00	187.593,00
	30.000	202.593,00	210.093,00	217.593,00	225.093,00	232.593,00
	35.000	242.593,00	251.343,00	260.093,00	268.843,00	277.593,00
	40.000	282.593,00	292.593,00	302.593,00	312.593,00	322.593,00

		Cantidad de acciones				
		3.112	3.112	3.112	3.112	3.112
EBITDA (USD) Millones	20.000	39,39	41,00	42,61	44,21	45,82
	25.000	52,25	54,26	56,26	58,27	60,28
	30.000	65,10	67,51	69,92	72,33	74,74
	35.000	77,95	80,77	83,58	86,39	89,20
	40.000	90,81	94,02	97,23	100,45	103,66

Fuente: Elaboración propia.

Valuación por múltiplo EV/SALES

Para el cálculo mediante este múltiplo se toma el valor de las VENTAS o SALES en inglés, para el año fiscal 2016, por un importe de 485.873 millones de dólares y se establecerán los valores con los cuales se procede a armar el cuadro de sensibilidad, que en este caso sería de un rango de entre 465.000 y 505.000 millones. Además, en relación al valor del promedio simple del ratio de la industria que es 0,53x, el rango tomado para el cuadro sería entre 0,40x - 0,60x. Vale aclarar que en este caso se toma el promedio porque no hay valores grandes o pequeños que puedan distorsionar el cálculo como en los ratios anteriores.

Multiplicado el valor de Sales de 485.873 millones por el múltiplo de la industria entre 0,50x - 0,55x se puede observar que el valor de la compañía debiera estar entre 242.000 y 272.000 millones. Sin embargo, como en el caso del ratio anterior, a este resultado corresponde restarle la deuda y sumarle la caja a fin de obtener el valor del capital. El valor obtenido del Equity que daría entre 205.000 y 235.000 millones se divide por las

3.112 acciones para obtener el valor unitario. Así llegamos a un resultado que expresa que el valor de la acción debería estar entre 66 y 75 dólares lo cual aplica muy bien en el rango del valor de 66,74 dólares por acción que cotiza en el mercado al 31/01/2017.

Cuadro 63: Matriz valuación EV/SALES

		Múltiplo EV / SALES				
		0,40x	0,45x	0,50x	0,55x	0,60x
SALES (USD)	465.000	186.000,00	209.250,00	232.500,00	255.750,00	279.000,00
	475.000	190.000,00	213.750,00	237.500,00	261.250,00	285.000,00
	485.000	194.000,00	218.250,00	242.500,00	266.750,00	291.000,00
	495.000	198.000,00	222.750,00	247.500,00	272.250,00	297.000,00
	505.000	202.000,00	227.250,00	252.500,00	277.750,00	303.000,00

		Equity = EV - Deuda + Caja				
		-37.407	-37.407	-37.407	-37.407	-37.407
SALES (USD)	20.000	148.593,00	171.843,00	195.093,00	218.343,00	241.593,00
	25.000	152.593,00	176.343,00	200.093,00	223.843,00	247.593,00
	30.000	156.593,00	180.843,00	205.093,00	229.343,00	253.593,00
	35.000	160.593,00	185.343,00	210.093,00	234.843,00	259.593,00
	40.000	164.593,00	189.843,00	215.093,00	240.343,00	265.593,00

		Cantidad de acciones				
		3.112	3.112	3.112	3.112	3.112
SALES (USD)	20.000	47,75	55,22	62,69	70,16	77,63
	25.000	49,03	56,67	64,30	71,93	79,56
	30.000	50,32	58,11	65,90	73,70	81,49
	35.000	51,60	59,56	67,51	75,46	83,42
	40.000	52,89	61,00	69,12	77,23	85,34

Fuente: Elaboración propia.

Como conclusión de la valuación por múltiplos podemos observar diversos resultados, pero todos ellos en una escala con valores por acción entre 66 y 87 dólares, los cuales muestran un precio superior de acuerdo con la cotización de mercado y las expectativas del mismo.

Por otro lado, de la valuación por flujo de fondos descontados podemos observar que en un escenario base se puede esperar un valor por acción superior, cercano a los 106 dólares. Esto sucede de acuerdo al análisis y expectativas sobre la compañía surgidas en este trabajo, donde creemos que la compañía está llevando con éxito su estrategia de único canal entre la venta física y digital.

Como ambas valuaciones nos sitúan por arriba del precio por acción de mercado podríamos afirmar que el precio estaría subvaluado por el mismo y a la fecha de la

finalización de este trabajo, podemos observar que nuestra premisa se condice con el precio por acción de Walmart en la actualidad, que se encuentra cerca de los 90 dólares.

En el cuadro 64 podemos apreciar los valores en forma de resumen a fin de poder compararlos.

Cuadro 64: Comparación valuación por DCF y por múltiplos

Valor de Mercado al 31/01/2017					
66,74					

Valuación por DCF					
Escenario Pesimista		Escenario Base		Escenario Optimista	
83,05		106,84		333,10	

Valuación por Múltiplos					
P/E		EV/EBITDA		EV/SALES	
Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
70,08	77,22	69,92	86,39	65,90	75,46

Fuente: Elaboración propia.

6. BIBLIOGRAFÍA

Libros y papers

- ✓ Brealey R., Myers S. y Allen F., Principios de finanzas corporativas. McGraw-Hill, Novena edición, 2015.
- ✓ Bruns, William. Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis. Harvard Business School, septiembre 2004.
- ✓ Copeland T., Koller T. y Murrin J., Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 3ra edición. New York: Wiley, 2000.
- ✓ Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation, 2da edición, New York: John Wiley & Sons Inc, 2006.
- ✓ Fernández, Pablo. Bermejo, Vicente. Betas utilizadas por directivos y profesores europeos en 2009, IESE Business School, marzo 2016.
- ✓ Fernández, Pablo. CAPM (capital asset pricing model): un modelo absurdo, IESE Business School, mayo 2015.
- ✓ Fernández, Pablo. Introducción a la valoración de empresas por el método de múltiplos, Universidad de Navarra, mayo 1999.
- ✓ Fernández, Pablo. Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos, IESE Business School, Universidad de Navarra, mayo 2015.
- ✓ Fernández, Pablo. Valoración de empresas por descuento de flujos: lo fundamental y las complicaciones innecesarias, IESE Business School, febrero 2016.
- ✓ Fernández, Pablo. 120 errores en valoración de empresas, IESE Business School, 2007.

Informes y Reportes

- ✓ Amazon reportes anuales en formato 10-K.
<http://phx.corporate-ir.net/>
- ✓ Costco reportes anuales en formato 10-K.
http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=83830&p=irol-irhome&cm_re=1_en-_-Bottom_Nav-_-Bottom_investor&lang=en-US
- ✓ Joan Ramón Mallart. Retail 2020: Reinventando la distribución minorista (una vez más), IBM Corporation, 2012.
- ✓ McClay, Rebecca. Retail Empires Strike Back with Omnichannel Strategies, Investopedia academy, Febrero 2017.
- ✓ Ohmes, Robert, Sullivan, Marisa. Bank of America-Merrill Lynch Food Retailers Research Report. Mayo 2017.
- ✓ Target reportes anuales en formato 10-K.
<http://investors.target.com/>
- ✓ Wal-Mart "Investor Relations"
<http://stock.walmart.com/investors/default.aspx>
- ✓ Walmart reportes anuales en formato 10-K.
<http://stock.walmart.com/investors/financial-information/sec-filings/default.aspx>
- ✓ Walmart reportes anuales.
<http://stock.walmart.com/investors/financial-information/annual-reports-and-proxies/default.aspx>

- ✓ Walmart reportes de locación de las tiendas y países.
<https://corporate.walmart.com/our-story/our-locations#/>
Links y páginas web

- ✓ Banco Central de la República Argentina
<http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/libor.asp>
Fecha de último ingreso: 09/12/2017
- ✓ Banco Mundial, <https://data.worldbank.org/>
Fecha de último ingreso: 28/10/2017
- ✓ Betas by sector (US). Damodaran, Aswath
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
Fecha de último ingreso: 19/09/2017
- ✓ Investing.com, <https://www.investing.com/>
Fecha de último ingreso: 05/08/2017
- ✓ Investopedia, <https://www.investopedia.com/>
Fecha de último ingreso: 08/12/2017
- ✓ Market Axess, <https://www.marketaxess.com/>
Fecha de último ingreso: 10/11/2017
- ✓ Morningstar, <http://financials.morningstar.com/>
Fecha de último ingreso: 20/06/2017
- ✓ Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/>
Fecha de último ingreso: 24/11/2017

7. ANEXOS

7.1. Detalle de puntos de venta por estado en Walmart US – Año fiscal 2016

Unidades presentadas al 31 de enero de 2017 – 5.332

State or Territory	Supercenters	Discount Stores	formats	Clubs	Grand Total
Alabama	101	1	30	14	146
Alaska	7	2	0	3	12
Arizona	82	2	28	16	128
Arkansas	76	7	38	8	129
California	135	78	68	33	314
Colorado	69	5	20	17	111
Connecticut	12	21	1	3	37
Delaware	6	3	0	1	10
Florida	229	9	88	49	375
Georgia	153	2	37	24	216
Hawaii	0	10	0	2	12
Idaho	23	0	3	1	27
Illinois	139	17	6	33	195
Indiana	96	8	11	16	131
Iowa	57	3	0	9	69
Kansas	58	2	15	9	84
Kentucky	79	8	10	9	106
Louisiana	88	2	32	15	137
Maine	19	3	0	3	25
Maryland	29	18	0	12	59
Massachusetts	27	22	0	1	50
Michigan	89	4	0	25	118
Minnesota	65	5	0	14	84
Mississippi	64	4	8	7	83
Missouri	111	9	16	19	155
Montana	13	0	0	2	15
Nebraska	35	0	7	5	47
Nevada	29	2	11	7	49
New Hampshire	19	8	0	4	31
New Jersey	28	34	0	10	72
New Mexico	35	2	9	7	53
New York	80	18	2	16	116
North Carolina	142	6	46	24	218
North Dakota	14	0	0	3	17
Ohio	138	7	0	29	174
Oklahoma	81	9	33	13	136
Oregon	28	7	9	0	44
Pennsylvania	116	22	0	24	162
Rhode Island	5	4	0	0	9
South Carolina	83	0	25	13	121
South Dakota	15	0	0	2	17
Tennessee	117	2	20	16	155
Texas	379	20	102	84	585
Utah	41	0	10	8	59
Vermont	3	3	0	0	6
Virginia	107	6	23	17	153
Washington	52	10	5	3	70
Washington D.C.	3	0	0	0	3
West Virginia	38	0	1	5	44
Wisconsin	82	5	2	12	101
Wyoming	12	0	0	2	14
Puerto Rico	13	5	19	11	48
U.S. total	3.522	415	735	660	5.332

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

7.2. Detalle de puntos de venta por país en Walmart INT – Año fiscal 2016

Unidades presentadas al 31 de enero de 2017 – 6.363

Argentina (d Aug 1995)	107	Mexico (d Nov 1991)	2.411	South Africa (d Jun 2011)	373
Changomas	51	Bodega Aurrera Express	942	Game Foodco	69
Walmart Supercenter	32	Bodega Aurrera	488	CBW	47
Changomas Express	10	Mi Bodega Aurrera	331	Game	50
Mi Changomas	8	Walmart Supercenter	262	Builders Express	43
Walmart Supermercado	6	Sam's Club	160	Builders Warehouse	33
		Suburbia	117	Cambridge	37
		Superama	96	Dion Wired	24
Brazil (d May 1995)	498	Medimart Farmacia de Walmart	10	Rhino	20
Todo Dia	150	Zona Suburbia	5	Makro	20
Nacional (Sonae)	55			Builders Trade Depot	15
Supermarket (Bompreco)	59	Nicaragua (d Sep 2005)	92	Jumbo	7
Walmart Supercenter	55	Pali	65	Builders Superstore	8
Maxxi Atacado (Sonae)	44	Maxi Pali	18		
BIG (Sonae)	37	Walmart Supercenter	1	Botswana	11
Hypermarket (Bompreco)	38	La Union	8	CBW	7
Sam's Club	27			Game Foodco	2
Mercadorama (Sonae)	13	Canada (d Nov 1994)	410	Builders Warehouse	2
Walmart Posto (Gas Station)	14	Walmart Supercentre	330		
Supermercado Todo Dia	3	Walmart Discount Store	80	Ghana	1
Hiper Toda Dia	3			Game	1
		United Kingdom (d Jul 1999)	631		
Chile (d Jan 2009)	363	ASDA Superstore	339	Kenya	1
Ekono	88	ASDA Supermarket	206	Game Foodco	1
Superbodega Acuenta	106	ASDA Living	33		
Lider Express	82	ASDA Supercentre	32	Lesotho	3
Lider Hiper	83	ASDA Petrol Fueling Station	21	CBW	2
Central Mayorista	4			Game	1
		China (d Aug 1996)	439		
Costa Rica (d Sep 2005)	234	Walmart Supercenter	402	Malawi	2
Pali	153	Hypermarket	19	Game	2
Mas X Menos	34	Sam's Club	15		
Maxi Pali	38	Neighborhood Market	2	Mozambique	5
Walmart Supercenter	9	Smart Choice	1	Builders Warehouse	2
				Game Foodco	2
El Salvador (d Sep 2005)	90	Japan (d Mar 2002)	341	CBW	1
Despensa Familiar	60	Seiyu (Supermarket)	237		
La Despensa de Don Juan	17	Seiyu (Hypermarket)	94	Namibia	4
Maxi Despensa	9	Livin	9	Game Foodco	2
Walmart Supercenter	4	Seiyu (General Merchandise)	1	Game	1
				CBW	1
Guatemala (d Sep 2005)	220	India (d May 2009)	20		
Despensa Familiar	153	Best Price Modern Wholesale	20	Nigeria	5
Paiz	25			Game	4
Maxi Despensa	32			Game Foodco	1
Walmart Supercenter	10				
				Swaziland	1
Honduras (d Sep 2005)	95			CBW	1
Despensa Familiar	64				
Maxi Despensa	20			Tanzania	1
Paiz	8			Game	1
Walmart Supercenter	3				
				Uganda	1
				Game	1
				Zambia	4
				Game	3
				Builders Warehouse	1

Fuente: Estados financieros de Wal-Mart Stores, inc. y elaboración propia.

7.3. Proyección del flujo de fondos descontado - Escenario Optimista

Proyección - Escenario Optimista								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas netas Estados Unidos	365.198	383.352	402.409	422.413	443.412	465.454	488.592	512.880
Ventas netas Internacional	116.119	119.794	123.585	127.497	131.532	135.694	139.989	144.419
Membresía y otros ingresos	4.556	4.693	4.833	4.978	5.128	5.282	5.440	5.603
Total ingresos	485.873	507.839	530.828	554.888	580.071	606.430	634.021	662.903
Margen bruto %		4,52%	4,53%	4,53%	4,54%	4,54%	4,55%	4,56%
Costo de la venta	361.256	380.879	398.121	416.166	435.053	454.822	475.516	497.177
Margen bruto	124.617	126.960	132.707	138.722	145.018	151.607	158.505	165.726
Margen bruto %		25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Gastos operativos, comerciales y administrativos	101.853	99.029	103.511	108.203	113.114	118.254	123.634	129.266
Ingresos operativos	22.764	27.931	29.196	30.519	31.904	33.354	34.871	36.460
Ingresos operativos %		5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

Valuación - Escenario Base									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Perpetuidad
EBIT	22.764	27.931	29.196	30.519	31.904	33.354	34.871	36.460	
(1- Tasa Impositiva)	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	
EBIT (1- Tasa Impositiva)	14.797	18.155	18.977	19.837	20.738	21.680	22.666	23.699	23.201
Variaciones									4,50%
(+) Amortización y Depreciación	10.080	9.914	10.140	10.370	10.606	10.847	11.093	11.345	
	2,07%	1,95%	1,91%	1,87%	1,83%	1,79%	1,75%	1,71%	
(-) Inversión de Capital (CAPEX)	- 10.619	- 11.000	- 11.000	- 11.500	- 11.500	- 11.500	- 12.000	- 12.000	
	-2,19%	-2,17%	-2,07%	-2,07%	-1,98%	-1,90%	-1,89%	-1,81%	
(+ -) Variación en Capital de trabajo	5.605	140	148	138	152	152	155	157	
	1,15%	0,03%	0,03%	0,02%	0,03%	0,03%	0,02%	0,02%	
FREE CASH FLOW de la firma	19.863	17.209	18.265	18.845	19.995	21.178	21.914	23.201	1.464.322
Costo del Capital (WACC)		6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%
Factor de descuento		1,062	1,127	1,196	1,270	1,348	1,431	1,519	1,519
VALOR DE LA FIRMA	1.074.015	16.211	16.207	15.753	15.744	15.709	15.312	15.271	963.808

Fuente: Elaboración propia.

7.4. Proyección del flujo de fondos descontado - Escenario Pesimista

Proyección - Escenario Pesimista								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas netas Estados Unidos	365.198	367.013	368.838	370.671	372.514	374.366	376.227	378.097
Ventas netas Internacional	116.119	116.486	116.855	117.225	117.596	117.968	118.342	118.716
Membresía y otros ingresos	4.556	4.579	4.602	4.625	4.648	4.671	4.694	4.718
Total ingresos	485.873	488.079	490.295	492.521	494.758	497.005	499.263	501.531
Margen bruto %		0,45%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%
Costo de la venta	361.256	366.059	367.721	369.391	371.068	372.754	374.447	376.148
Margen bruto	124.617	122.020	122.574	123.130	123.689	124.251	124.816	125.383
Margen bruto %		25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Gastos operativos, comerciales y administrativos	101.853	95.175	95.607	96.042	96.478	96.916	97.356	97.799
Ingresos operativos	22.764	26.844	26.966	27.089	27.212	27.335	27.459	27.584
Ingresos operativos %		5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

Valuación - Escenario Base									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Perpetuidad
EBIT	22.764	26.844	26.966	27.089	27.212	27.335	27.459	27.584	
(1- Tasa Impositiva)	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	
EBIT (1- Tasa Impositiva)	14.797	17.449	17.528	17.608	17.688	17.768	17.849	17.930	17.432
Variaciones									0,45%
(+) Amortización y Depreciación	10.080	9.914	10.140	10.370	10.606	10.847	11.093	11.345	
	2,07%	2,03%	2,07%	2,11%	2,14%	2,18%	2,22%	2,26%	
(-) Inversión de Capital (CAPEX)	- 10.619	- 11.000	- 11.000	- 11.500	- 11.500	- 11.500	- 12.000	- 12.000	
	-2,19%	-2,25%	-2,24%	-2,33%	-2,32%	-2,31%	-2,40%	-2,39%	
(+ -) Variación en Capital de trabajo	5.605	140	148	138	152	152	155	157	
	1,15%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	
FREE CASH FLOW de la firma	19.863	16.503	16.816	16.616	16.945	17.266	17.097	17.432	306.819
Costo del Capital (WACC)		6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%
Factor de descuento		1,062	1,127	1,196	1,270	1,348	1,431	1,519	1,519
VALOR DE LA FIRMA	295.872	15.546	14.921	13.889	13.343	12.807	11.946	11.474	201.946

Fuente: Elaboración propia.