



Universidad de  
**San Andrés**

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

**Valuación de Walmart Inc.**

Autor: Verónica Valeria Lo Brutto

DNI: 27.576.488

Director del Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Buenos Aires, Argentina, 2 de Julio de 2021

## Indice

1. Glosario.....	4
2. Resumen ejecutivo.....	5
3. Descripción del negocio.....	7
3.1 Orígenes de Walmart.....	8
3.2 El logo.....	15
3.3 El negocio.....	16
3.4 Ventas crecientes en los últimos años.....	17
3.5 Las unidades de Negocio.....	18
3.6 e-Commerce.....	21
3.7 La estrategia de e-Commerce.....	23
3.8 Productos.....	24
3.9 Composición accionaria.....	25
3.10 Rendimiento de la acción.....	26
3.11 Criterios ESG.....	27
4. La industria.....	28
4.1 Los cambios en la industria y Walmart.....	36
4.2 La industria y la competencia.....	38
4.3 Ventajas competitivas.....	48
5. Análisis financiero.....	49
5.1 Ratios de rentabilidad.....	50
5.2 Ratios de actividad.....	57
5.3 Ratios crediticios.....	60
5.4 Ratios de la Industria.....	63
5.5 Comparación con la competencia.....	66
6. Valuación por flujos de fondos descontados.....	68
6.1. Costo del capital con tasa WACC.....	68
6.2. Costo del capital propio.....	68
6.3. Tasa libre de riesgo.....	69
6.4. Beta o riesgo sistemático.....	69
6.5. Prima de mercado.....	70
6.6. Costo de la deuda.....	71
6.7. Tasa impositiva.....	71
6.8. El flujo de caja libre.....	71
6.9. Ventas.....	72
6.10. Margen operativo.....	75
6.11. Depreciaciones y amortizaciones.....	76
6.12. Inversiones de capital.....	76

6.13. Capital de trabajo.....	77
6.14. Valor terminal.....	78
6.15. Valuación.....	79
6.16 Análisis de sensibilidad.....	79
6.17 Valuación por múltiplos.....	81
7. Bibliografía.....	84
7.1 Académica.....	84
7.2 Reportes y papers.....	84
7.3 Artículos y web.....	85
8. Anexos.....	86
8.1 Propiedades en Estados Unidos (Walmart U.S. y Sam’s Club).....	86
8.2 Propiedades del segmento Walmart Internacional.....	89
8.3 Otros ratios.....	89
8.4 Valuación por flujos de fondos descontados.....	90



Universidad de  
**San Andrés**

## 1. Glosario

Delivery: entrega a domicilio.

CAGR: *Compound Annual Growth Rate* por sus siglas en inglés, tasa de crecimiento anual compuesta en español.

CAPEX: *Capital Expenditures* por sus siglas en inglés, gastos de capital en español.

Checkout: En el e-Commerce es el momento en el que el cliente se dispone a realizar el pedido en la tienda *online*.

D&A: Abreviatura, que quiere decir depreciaciones y amortizaciones.

EBIT: *Earnings Before Interest and Taxes*, por sus siglas en inglés. Ganancias antes de intereses e impuestos, en español. Ganancias operativas.

EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* por sus siglas en inglés. Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, en español.

E-commerce: comercio electrónico.

Equity: capital propio.

ESG: *Environmental, Social and Governance* por sus siglas en inglés. Se refiere a los criterios bajo los que las empresas operan respecto de los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo.

EV: *Enterprise value* por sus siglas en inglés, valor de la empresa en español.

Leverage: apalancamiento.

Machine learning: aprendizaje automático.

Marketplace: tienda virtual.

Offline: fuera de internet.

Online: en línea, por internet.

Pick up: entrega en tienda.

Ranking: lista o relación ordenada de cosas o personas con arreglo a un criterio determinado.

Retail: Comercio minorista, venta al por menor.

ROA: *Return Over Assets* por sus siglas en inglés. Retorno sobre activos, en español.

ROE: *Return Over Equity* por sus siglas en inglés. Retorno sobre el capital propio, en español.

Same Store Sales: ventas en los mismos locales.

Site to Store: del sitio a la tienda.

Sitio Web: espacio virtual en internet.

Startup: empresa nueva con gran posibilidad de crecimiento.

USD: *United States Dollars* por sus siglas en inglés, dólares estadounidenses en español.

YTM: *Yield to maturity* por sus siglas en inglés, tasa interna de retorno al vencimiento en español.

## 2. Resumen ejecutivo

En este trabajo se presenta un análisis financiero y valuación del capital accionario de Walmart Inc., la empresa multinacional minorista norteamericana más grande del mundo, tanto por sus ventas como por su número de empleados, dedicada a la venta de productos de almacén y de mercadería general.

En primer lugar, se han presentado algunos datos relevantes de la empresa y de su historia, analizando el modelo de negocio, sus estrategias y las unidades de negocio que opera. Se ha considerado la respuesta de la empresa frente a los grandes cambios tecnológicos y el crecimiento consecuente que experimentó en las ventas a través de internet. Luego se profundiza sobre la industria del comercio minorista, industria en la que Walmart se encuentra inmersa; la transformación que está sufriendo en los últimos años y se presentan sus competidores en el negocio tradicional y en el negocio en línea, apareciendo su principal competidor hoy, Amazon.

A continuación, se realiza un análisis financiero de Walmart respecto a los aspectos de rentabilidad, actividad y crediticio, construyendo distintos ratios financieros y tratando de entender la evolución y la situación de la empresa hoy. Seguidamente se comparan los ratios de del último año con los ratios promedios en la industria y de la competencia, poniéndola en contexto.

Finalmente se estimará el valor del capital accionario de la empresa a la fecha del cierre del ejercicio 2020, el 31 de enero de 2020, a través del método de flujos de fondos descontados y de valuación por múltiplos. Para ello, en primer lugar, se ha calculado un beta de 5 años mensual que resultó de 0.47, la prima de mercado de 8,44% y se ha tomado la tasa libre de riesgo a la fecha de cierre del ejercicio de 1,52%. De esta manera, tomando una tasa impositiva efectiva de 25,5% y los valores de mercado de la deuda y del capital propio, se ha llegado a un costo promedio ponderado del capital de la empresa de 4,97% que se ha utilizado como tasa de descuento.

Para el método de flujos de fondos descontados, se han proyectado los flujos de fondos libres para los primeros 5 años y se estimó un valor terminal con un crecimiento a perpetuidad de 2,6%, por encima de la inflación objetivo de la FED para los próximos 10 años del 2% y del crecimiento vegetativo de los Estados Unidos de 0,5%. Por este método se obtuvo un valor del capital accionario de la empresa correspondiente a USD 219,48 por acción que, comparado con el precio de mercado en ese momento de USD 114,49, implicaría que los supuestos del crecimiento del mercado son menores a los utilizados en el presente trabajo. Luego se realizó un análisis de sensibilidad a través de la variable *Same Store Sales*, obteniendo precios por acción de USD 270,67 en el escenario optimista y USD 137,69 en el escenario pesimista.

Al estimar a través del método de valuación por múltiplos, primero se buscaron empresas comparables y variables de referencia, utilizando el múltiplo Valor-empresa/EBITDA para valuar

que, al tomar un rango para Walmart que se ha considerado razonable para esta empresa, se obtuvo un rango de precios por acción de entre USD 91,08 y USD 142,80.



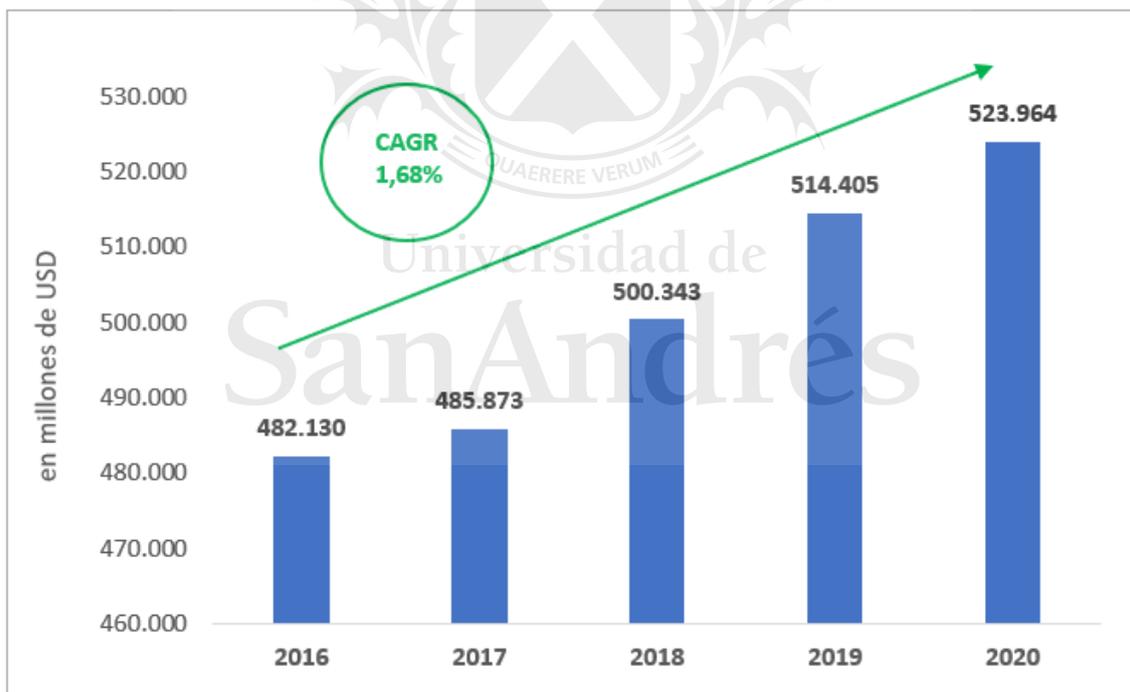
Universidad de  
**San Andrés**

### 3. Descripción del negocio

Walmart Inc. es la corporación multinacional norteamericana de venta minorista más grande del mundo, tanto por sus ventas como por su número de empleados. Cada semana, Walmart atiende a 265 millones de clientes, cuenta con 11.600 locales y sitios de comercio electrónico en 27 países. Walmart emplea más de 2,2 millones de empleados a través del mundo, siendo el mayor empleador de los Estados Unidos con 1,5 millones de empleados, y 0,7 millones en el resto del mundo.

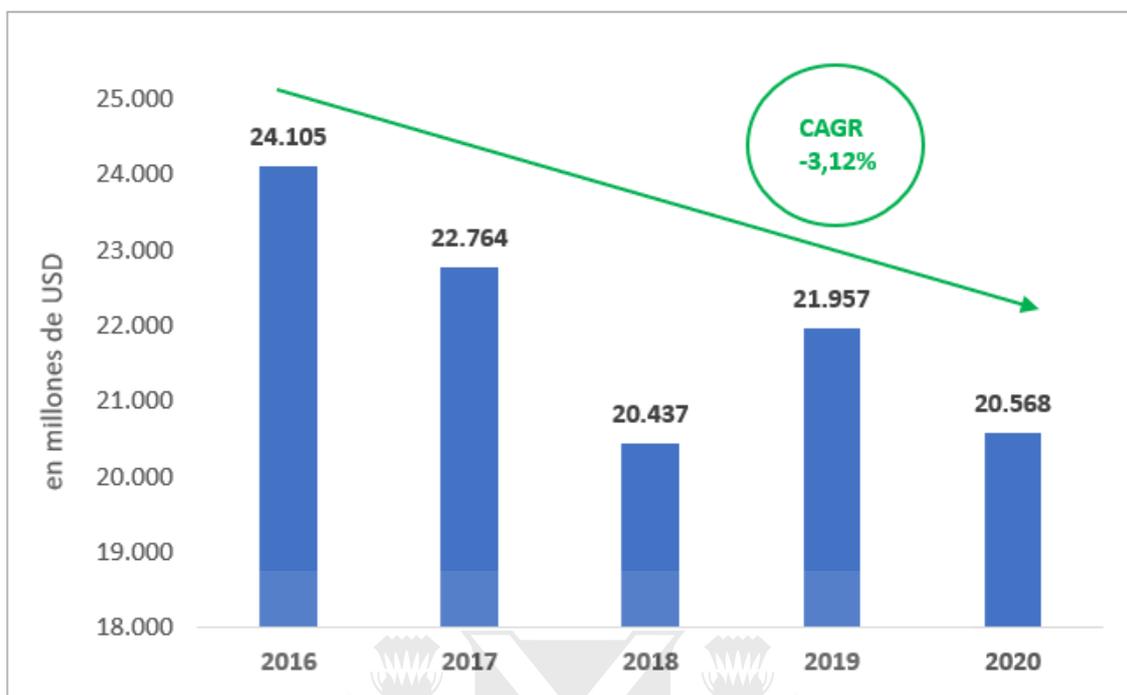
Durante el año fiscal 2020, Walmart ha reportado ventas por el monto de 523.964 millones de dólares y ganancias operativas por 20.568 millones de dólares, con un CAGR de ventas de 1,68% en los últimos 5 años en ventas y, sin embargo, de -3,12% en las ganancias operativas para el mismo período.

Gráfico 1. Evolución histórica de las ventas entre los años 2016 y 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10 k de Walmart Inc.

Gráfico 2. Evolución histórica de las ganancias operativas entre los años 2016 y 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10 k de Walmart Inc.

Al cierre del año fiscal 2020, Walmart operaba en Argentina, Chile, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Canadá, Reino Unido, China, Japón, India y 13 países en África, además de operar en los Estados Unidos.

### 3.1 Orígenes de Walmart

En 1950, Sam Walton abrió su primer tienda Walton's 5-10 en Bentonville, Arkansas. Entre otros motivos, eligió esta ciudad por las ventajas de su cercanía a 4 estados aprovechando el tráfico que se generaba entre ellos por las diferentes temporadas de cacería en cada uno y por el tipo de vida de ciudad pequeña como quería su esposa para su vida de familia. El negocio debe su nombre al tipo de negocio de descuento, donde todos los ítems, tanto de almacén como mercadería general se venderían a precio de saldos, en ese entonces serían a 5 o 10 centavos de dólar. Actualmente y desde 1990, allí funciona el Museo Walmart.

Ilustración 1. Tienda Walton's 5-10, hoy Museo Walmart



Fuente: Walmart Inc.

Debido al éxito de esta tienda, Sam decide expandir su modelo de negocio de tienda de descuento y abrir el primer Walmart en la ciudad de Rogers, Arkansas, en 1962 a la edad de 44 años.

Ilustración 2. Inauguración del primer Walmart



Fuente: Walmart Inc.

Para 1967 la familia posee 24 locales registrando 12,7 millones de dólares en ventas y en 1969 la empresa toma el nombre de Wal-Mart Stores, Inc.

En 1970 la empresa se convierte en una empresa pública y cotiza en bolsa, vendiéndose la primera acción en 16,50 dólares. Al año siguiente abre el primer centro de distribución y oficinas en Bentonville, Arkansas y en 1972 comienza a cotizar en el New York Stock Exchange (NYSE), con 51 locales y realiza ventas anuales de 78 millones de dólares.

Ilustración 3. Primer centro de distribución y oficinas en Bentonville, Arkansas



Fuente: Walmart Inc.

En 1980 Walmart alcanza los mil millones de dólares en ventas anuales más rápidamente que cualquier otra empresa de ese momento, con 276 locales y 21.000 “asociados”, como se les llama a sus empleados. Para Sam el concepto de “asociados” era fundamental. Él creía que el éxito y grandeza de la compañía podría lograrse solamente con socios comprometidos.

En 1983 Walmart abre el primer Sam’s Club en Midwest City, Oklahoma, y reemplaza el sistema de cajas registradoras por un sistema computarizado, facilitando y logrando más velocidad en el pago de la compra. En 1987 nace la fundación Walton Family Foundation, fundación comprometida con la educación de los niños, la protección de ríos, océanos y las comunidades que los protegen e invierte en las ciudades que han sido su hogar, en el noroeste de Arkansas. Ese mismo año, Walmart instala el más grande sistema de comunicación privada por satélite en los Estados Unidos, conectando las operaciones de la compañía en todo el país con comunicaciones a través de voz, datos y video. Al año siguiente abre el primer Walmart de formato *supercenter* en Washington, Missouri, el tipo de local más grande que maneja la empresa, combinando la venta de mercadería general con un supermercado de gran escala.

En 1990, Walmart se convierte en el minorista número uno de los Estados Unidos basado en sus estrategias *Everyday Low Prices* (precios bajos todos los días) y por la comodidad brindada al ser una única parada para todas las compras que permiten los *supercenters*. En 1991 a través de Cifra, un minorista mexicano, Walmart se transforma en una compañía internacional abriendo su primer Sam’s Club en Ciudad de México.

En 1992, Sam Walton recibe la Medalla Presidencial de la Libertad entregada por el presidente George H.W. Bush. Al pronunciar su discurso, enuncia con sus palabras lo que se convertirá más tarde en la misión de la empresa:

“Si trabajamos juntos, bajaremos el costo de vida para todos... le daremos al mundo la oportunidad de ver cómo es ahorrar y tener una vida mejor”.

Estas palabras se han transformado en el propósito oficial de la compañía: “Ayudar a ahorrar dinero para poder vivir mejor”. Ese mismo año, meses más tarde, Sam Walton muere a la edad de 74 años. Para ese entonces, Walmart contaba con 371.000 empleados y 1.928 locales.

Ilustración 4. Recibiendo la Medalla Presidencial de la Libertad de la mano del presidente George H.W. Bush



Fuente: Walmart Inc.

Universidad de

San Andrés

En 1993 supera los mil millones de dólares en ventas semanales por primera vez. En 1994 la compañía se expande a Canadá, en 1996 abren los primeros locales en China y en 1997 celebran ventas anuales de 100 mil millones de dólares por primera vez. Al año siguiente, introducen el nuevo formato de mercado de barrio en Arkansas y mediante adquisiciones entra en el Reino Unido.

Al encarar el nuevo milenio, Walmart decide ofrecer a sus clientes una experiencia de compra perfecta, ya sea en tiendas u *online*. Así es como en el año 2000 compran el sitio Walmart.com permitiendo las compras *online* en los Estados Unidos. Para ese entonces contaban con 1,1 millones de asociados y 3.989 locales y clubes de descuento en todo el mundo.

En el año 2002 encabeza el *ranking* de Fortune 500 de las compañías más grandes y entra en el mercado japonés.

En 2005 Walmart decide examinar sus operaciones con el objetivo de reducir sus desechos al mínimo, se compromete con la sustentabilidad ambiental a utilizar sólo energías renovables, a vender productos sustentables y a comprar a proveedores que participen en programas similares de cuidado del medioambiente. También toma un papel líder en la ayuda por los desastres

provocados por los huracanes Katrina y Rita contribuyendo con 18 millones de dólares y 2.450 camiones de suministros a las víctimas.

Ilustración 5. Envío de suministros a las víctimas de los huracanes Katrina y Rita



Fuente: Walmart Inc.

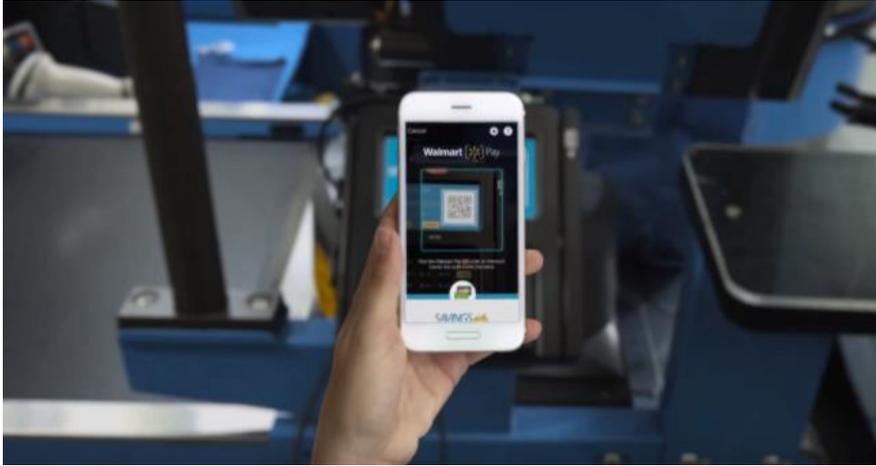
En 2006 sorprende con el programa de fármacos genéricos a USD 4 y en 2007 lanzan el servicio *Site to Store* que permite comprar *online* y retirar en las tiendas. En 2009 Walmart entra en el mercado chileno y supera por primera vez los 400 mil millones en ventas anuales.

En 2010 abre Walmart en la India a la vez que se compromete en terminar con el hambre en los Estados Unidos destinando dos mil millones de dólares hasta el año 2015 para ese propósito. También en ese año decide involucrarse en la agricultura sustentable.

En 2011 Walmart se expande a Sudáfrica por medio de adquisiciones, llegando a tener más de 10.000 locales en todo el mundo. Al año siguiente decide que cualquier veterano de guerra retirado honorablemente y que así lo quiera será contratado durante su primer año fuera de servicio y abre su primera tienda en el Distrito de Columbia. En 2015 anuncia que invertirá 2,7 mil millones de dólares en sus empleados aumentando sueldos, con programas de entrenamiento y otorgándoles más control sobre sus propios horarios de trabajo.

En 2016 Walmart lanza Walmart Pay para realizar los pagos de las compras a través de teléfonos celulares.

Ilustración 6. Walmart Pay



Fuente: Walmart Inc.

El mismo año, Jet.com se fusiona con Walmart incluyendo a la subsidiaria Hayneedle en este negociado. Walmart y Jd.com, la compañía china más grande de ventas *online* medida por ventas, realizan una alianza estratégica para el mercado minorista, tanto *online* como *offline*. La empresa se compromete en ser el minorista más confiable trazando un plan de objetivos hasta el año 2025 basado entre otras cosas, en la sustentabilidad ambiental, en ofrecer una carrera dentro de la empresa a sus asociados y en mejorar las vidas de las personas en todo el mundo.

En 2017 lanza su servicio “envío a los 2 días sin cargo” para más de 2 millones de productos sin membresía requerida. Este mismo año adquiere Moosejaw (minorista de ropa), ModCloth (marca de ropa) y Parcel (empresa especializada en delivery de diferentes productos), mientras Jet adquiere ShoeBuy.com, un minorista líder en ventas *online* de calzado, luego renombrada como Shoe.com.

Walmart crea Store N08 una incubadora de tecnología para aplicarla exclusivamente al desarrollo del futuro de la industria minorista. También lanza Project Gigaton, invitando a sus proveedores que reduzcan las emisiones de gas que provocan efecto invernadero en toda su cadena de suministro en 1 gigatonelada, mientras se propone el objetivo de reducir un 10% su huella química.

En 2018 Walmart cambia su nombre legal de Wal-Mart Stores, Inc. a Walmart Inc. y anuncia planes de incrementar el salario mínimo, otorgar beneficios de maternidad y paternidad y otorgar por única vez un bono a algunos asociados, en línea con su compromiso con ellos.

Ese mismo año, poniendo el foco en el mercado internacional, Walmart adquiere Flipkart en India, compañía que lidera el comercio electrónico en ese país, con el propósito de penetrar el mercado indio. También adquiere Eloquii (una marca de ropa para mujeres de talle grande), Bare Necessities (un minorista líder en venta *online* de ropa íntima) y Art.com (el minorista más grande de venta de arte y productos de decoración de paredes), con el fin de ampliar tanto en variedad como en calidad su portafolio de productos en tienda y *online*.

En 2019 Walmart estrenó su servicio *Pickup*, permitiendo al cliente hacer su pedido a través de la página web para retirar los productos por el local más cercano. Para el retiro el cliente se estaciona en un espacio especialmente destinado para ello y, sin bajarse, un empleado introduce los productos en el baúl. Esta modalidad y el servicio de envíos fueron especialmente demandados durante el año 2020.

Ilustración 7. El servicio Pickup de Walmart



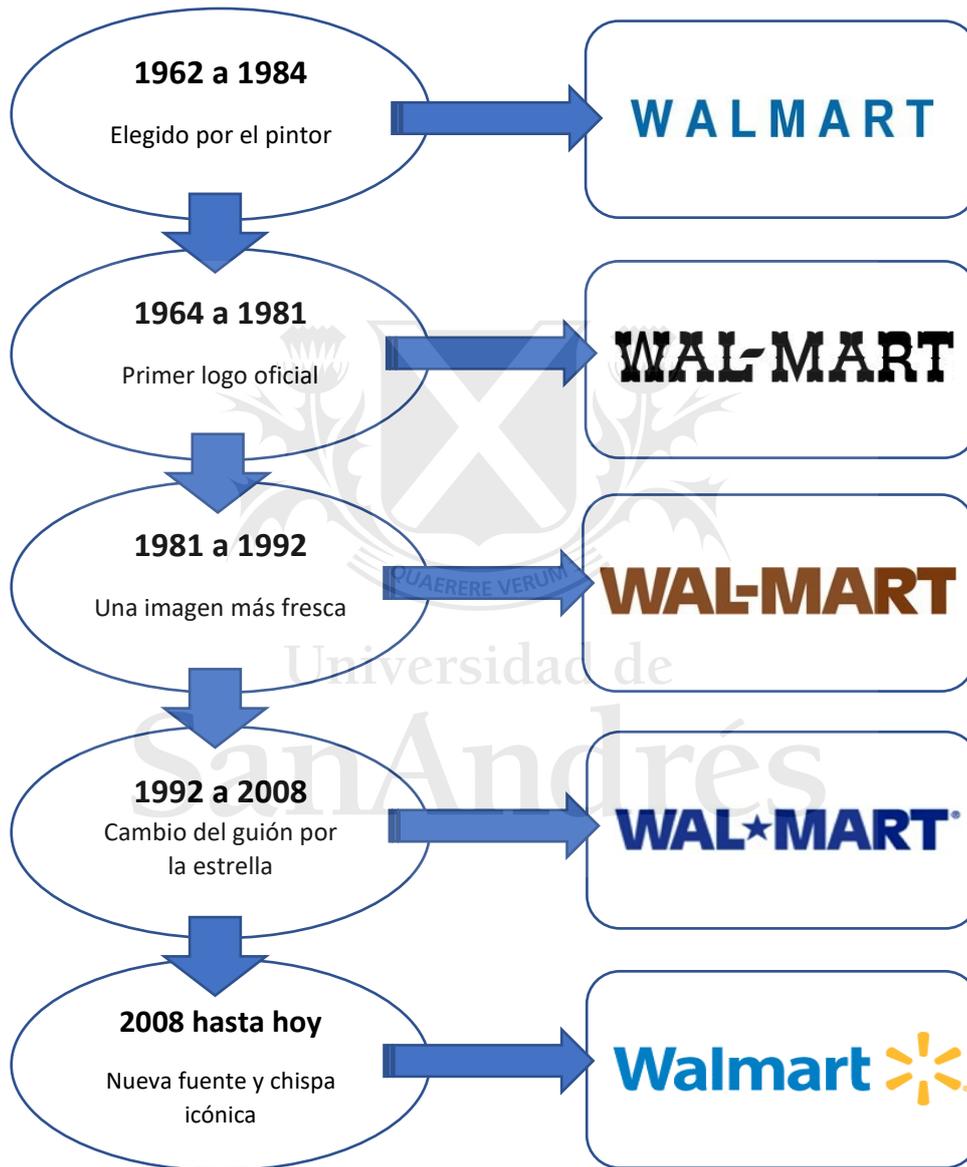
Fuente: Xataka México.

Universidad de  
**San Andrés**

### 3.2 El logo

A medida que fue cambiando la compañía, el logo también fue sufriendo transformaciones proyectando diferentes imágenes.

Ilustración 8. Evolución del logo a través de los años



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Walmart Inc.

### 3.3 El negocio

Walmart realiza compras de gran volumen reduciendo al mínimo sus costos aprovechando su economía de escala y el poder de negociación con los proveedores. La empresa también controla exhaustivamente los gastos comunes a todos los locales en publicidad, administración y comercialización.

Walmart tiene más de 150 centros de distribución abiertos las 24 horas ubicados estratégicamente en todo el país, cada uno provee la mercadería de 90 a 100 locales en un radio de 240 kilómetros, aunque también realiza envíos directos a los clientes. Además, posee 6 centros de distribución de catástrofes ubicados para abastecer rápidamente a todo el país, si fuese necesario. Cada centro de distribución posee características especiales de acuerdo al área a la que abastecerá, el clima y los riesgos de la geografía en la que se ubica. La actividad principal del negocio se encuentra en estos centros, puesto que el verdadero desafío de la empresa consiste en la administración de la logística de los distintos tipos de productos que deben ser transportados y protegidos de acuerdo a sus características particulares (productos que requieren conservar la cadena de frío, productos con garantía o de electrónica), para abastecer cada local en tiempo y forma a través de todo el país valiéndose de su flota de camiones propia. Para esto cuenta con 6.100 tractores, 61.000 remolques y más de 7.800 conductores. Se utilizan técnicas de optimización para encontrar la ruta más eficiente a fin de utilizar la menor cantidad de combustible, en línea con el compromiso de sustentabilidad ambiental, mejorando la eficiencia de la flota de camiones (variación de número de cajas transportadas / variación de kilómetros) en un 87,4% en el año 2014 respecto del año 2005.

Walmart realiza gran cantidad de ventas de productos con marcas propias de venta exclusiva en sus locales o a través de internet. Estos productos cuentan con una calidad que los clientes tienen previamente asociada a la empresa, por lo que Walmart no necesita incurrir en gastos publicidad.

Debido a la aparición del mundo digital, la empresa evolucionó en los últimos años incorporando la venta por internet y aplicaciones desde el celular con su estrategia de omnicanalidad.

En Estados Unidos opera en tres formatos diferentes elegido a la medida del vecindario en el que se ubica: *supercenter*, tienda de descuento o tienda de barrio.

Los *supercenter* suelen estar abiertos las 24 horas y pueden tener otros comercios como bancos, restaurantes, ópticas, peluquerías, etc.; las tiendas de descuento son un poco más pequeñas que los *supercenter*, mientras que las tiendas de barrio son negocios más pequeños donde se encuentran mayormente productos de almacén y otros consumibles como de salud, de belleza y farmacia.

En la siguiente tabla se detallan las medidas máximas, mínimas y promedio de las tiendas de acuerdo al formato.

Tabla 1. Pies cuadrados de cada tipo de tienda

Formato de tienda	Tamaño mínimo	Tamaño máximo	Tamaño promedio
<b>Supercenters</b> (mercadería general y de almacén)	69.000	260.000	178.000
<b>Tiendas de descuento</b> (mercadería general y de almacén limitado)	30.000	221.000	106.000
<b>Tiendas de barrio</b> (mercadería de almacén)	28.000	65.000	42.000

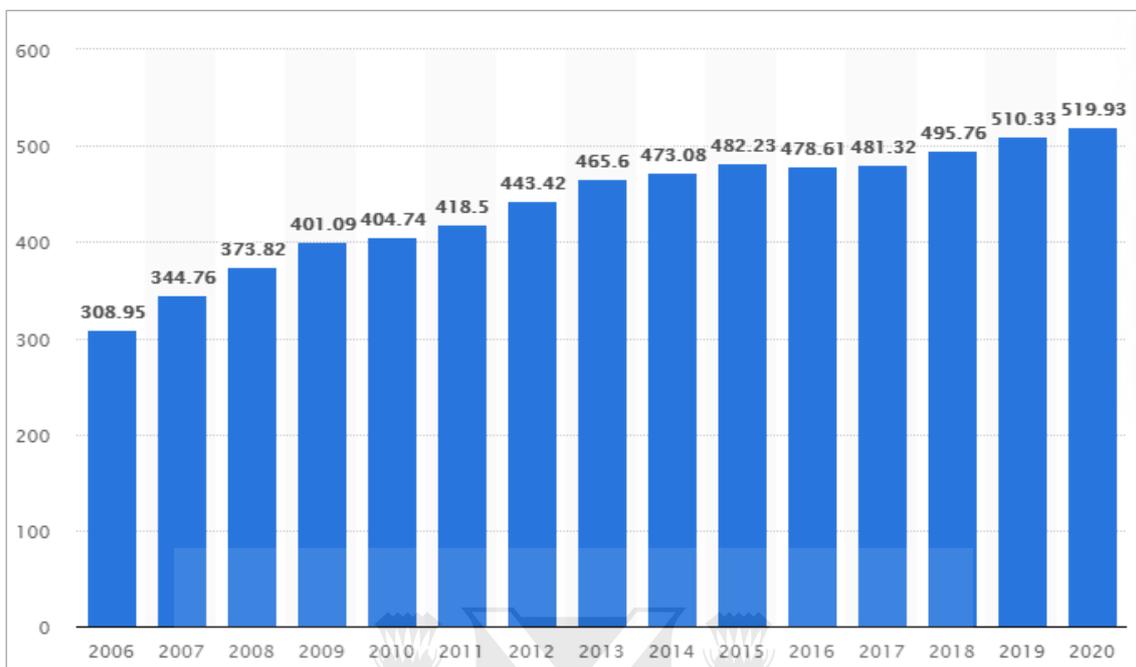
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Walmart utiliza la estrategia denominada *Everyday low prices* (precios bajos todos los días) caracterizándose por ofrecer todos los días precios bajos sin necesidad de los eventos de descuento o de utilizar cupones, lo cual evita los costos por la gestión de los cupones y los cambios de precios por los eventos especiales a la vez que fideliza al cliente, que sabe que cada día encontrará el mejor precio en el local. También, proporciona comodidad al cliente que sabe que encontrará todo tipo de productos que podría demandar en un solo lugar, en una misma parada de compras.

### 3.4 Ventas crecientes en los últimos años

Durante los últimos 15 años, las ventas de Walmart han crecido lenta pero sostenidamente, como en una empresa estable y madura. En el período fiscal que termina el 31 de enero de 2020, Walmart tuvo un monto ventas netas por un total de 519.926 millones de dólares. En el siguiente gráfico observaremos la evolución de las ventas netas de Walmart entre los años fiscales 2006 y 2020.

Gráfico 3. Ventas netas de Walmart entre los años fiscales 2006 y 2020 (cifras expresadas en miles de millones de dólares)

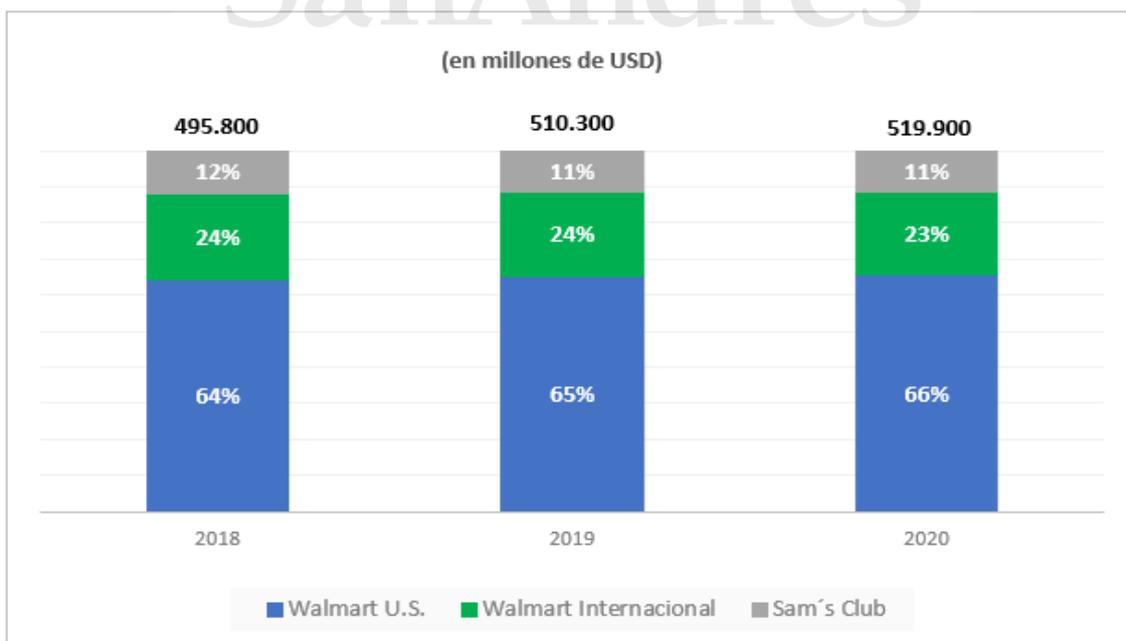


Fuente: Statista

### 3.5 Las unidades de negocio

Walmart realiza sus operaciones a través de tres segmentos bien definidos: Walmart U.S., Walmart International y Sam's Club.

Gráfico 4. Ventas netas porcentuales por segmento y año fiscal



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Walmart U.S. es el segmento más grande, el doméstico, que opera dentro de los Estados Unidos en los 50 estados, en Washington D.C. y en Puerto Rico. Walmart U.S. reportó en el año fiscal 2020 ventas netas por 341 mil millones de dólares, representando un 66% de las ventas netas totales consolidadas de la empresa.

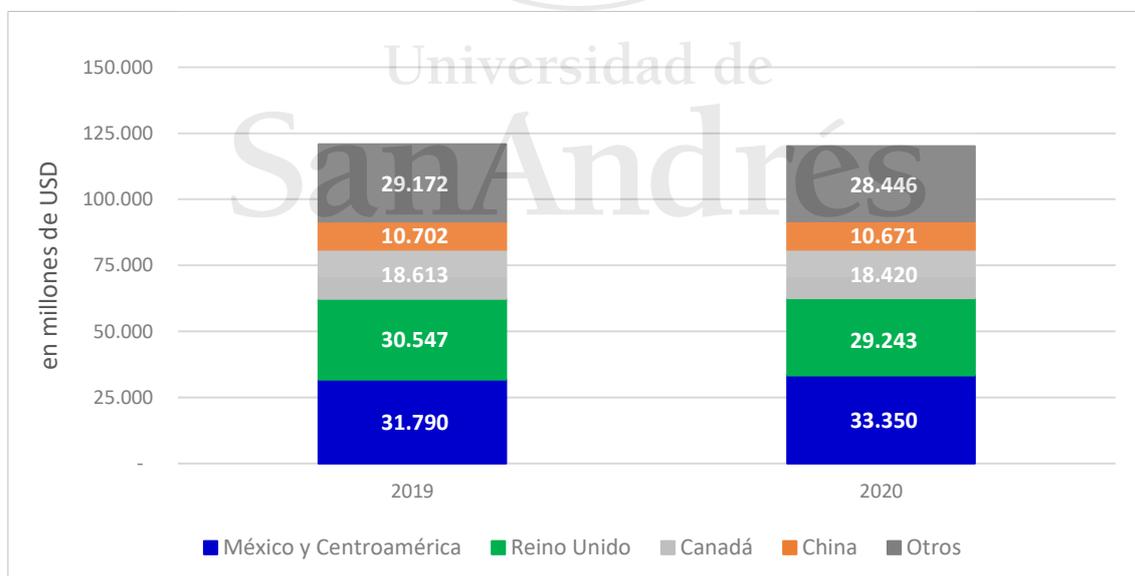
Las ventas en este mercado son realizadas a través del comercio minorista y del comercio electrónico. Las tiendas de comercio minorista incluyen a los *supercenters*, tiendas de descuento y mercados de barrio.

Walmart Internacional es el segundo segmento más grande, consiste en las operaciones fuera de los Estados Unidos en 26 países a través de subsidiarias propias o mayormente propias. Durante el año fiscal 2020 tuvo 120,1 mil millones de dólares en ventas netas, representando el 23% de las ventas netas totales consolidadas de la empresa.

En este segmento, realiza sus ventas por medio de diferentes formatos según las necesidades de cada país: el comercio minorista, el comercio mayorista y otros. En muchos países también utilizan el formato de Sam's Club. Sus transacciones se realizan tanto en tiendas como por medio del comercio electrónico.

Los países que más aportan, tanto en ventas como en ganancias a este segmento son México, Canadá, China y Reino Unido, como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

Gráfico 5. Ventas anuales por región en los años fiscales 2019 y 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista

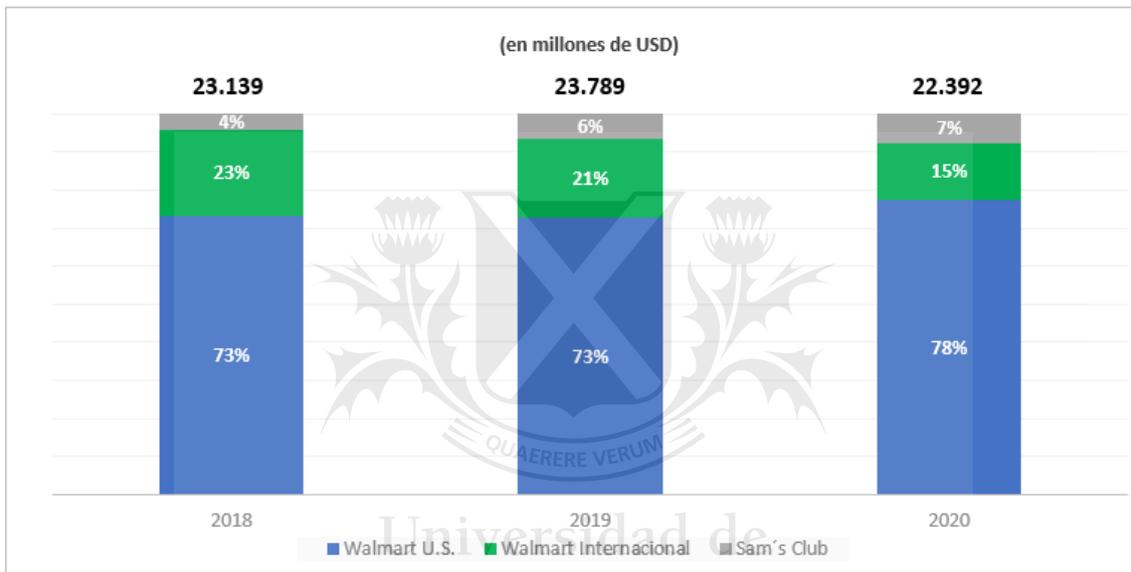
Este segmento suele tener impactos negativos por las fluctuaciones del tipo de cambio de cada país.

Sam's Club es un club de almacenes sólo para miembros dentro de los Estados Unidos. Opera en 44 estados y en Puerto Rico, tanto en las tiendas como por comercio electrónico en el sitio

Samsclub.com. En el año fiscal 2020 tuvo 58,8 mil millones de dólares de ventas netas, representando el 11% de las ventas netas totales consolidadas.

Para entender la eficiencia con la que opera la empresa en cada segmento, miraremos las ganancias operativas en cada uno de ellos. Históricamente, Walmart U.S. es el segmento que ha tenido el mayor porcentaje de las ganancias operativas. Durante el año fiscal 2020 fue de 17.380 millones de dólares, mientras que en Walmart International fue de 3.370 millones de dólares y 1.642 millones de dólares en Sam's Club. En este último segmento, las membresías del club son una parte significativa de estas ganancias.

Gráfico 6. Ganancias operativas porcentuales por segmento y por año fiscal



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Walmart U.S. cuenta con 3.571 supermercados, 376 tiendas de descuento y 809 mercados de barrio; un total de 4.756 locales en los Estados Unidos, mientras Sam's Club posee 599 locales y Walmart International cuenta con 5.815 supermercados mayoristas, 313 supermercados minoristas y 18 estaciones de servicio independientes; un total de 6.146 locales en el resto del mundo.

Tabla 2. Cantidad de tiendas y pies cuadrados totales (expresados en miles) por segmento

	Walmart US	Walmart International	Sam's Club
<b>Unidades</b>	4.756	6.146	599
<b>Pie cuadrado (en miles)</b>	703.318	344.949	80.239

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El negocio es estacional con mayor volumen de ventas y ganancias operativas históricas durante el cuarto trimestre del año fiscal, coincidente con las fiestas de fines del año calendario, con

algunas diferencias entre los diferentes países en el segmento de Walmart International basada en las costumbres de cada país, los feriados y festividades observadas.

Ilustración 9. Presencia de Walmart en el mundo en el año 2020



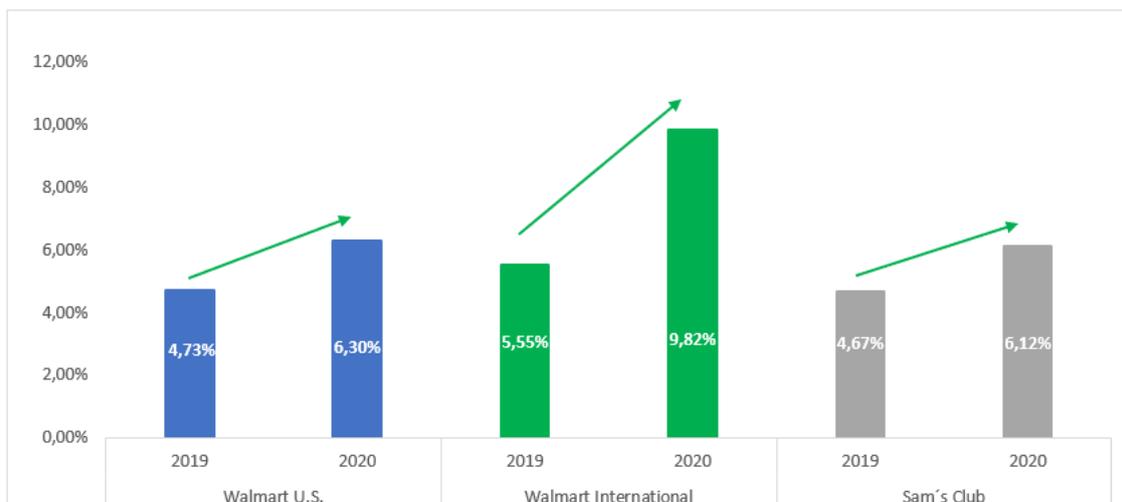
Fuente: Zonalogistica.com

### 3.6 e-Commerce

Los cambios tecnológicos están continuamente modificando la vida de las personas y las compras por internet hoy son habituales para cualquier individuo que tenga acceso a internet. Como resultado, la proporción de las ventas realizadas mediante comercio electrónico crecen año a año.

Debajo vemos el gráfico que muestra el porcentaje que corresponde a las ventas realizadas por e-Commerce del total durante los años fiscales 2019 y 2020. Para cada segmento, el comercio electrónico tuvo un importante crecimiento, en especial, en Walmart International.

Gráfico 7. Porcentaje de las ventas netas totales realizadas por e-Commerce por segmento, durante los años fiscales 2020 y 2019

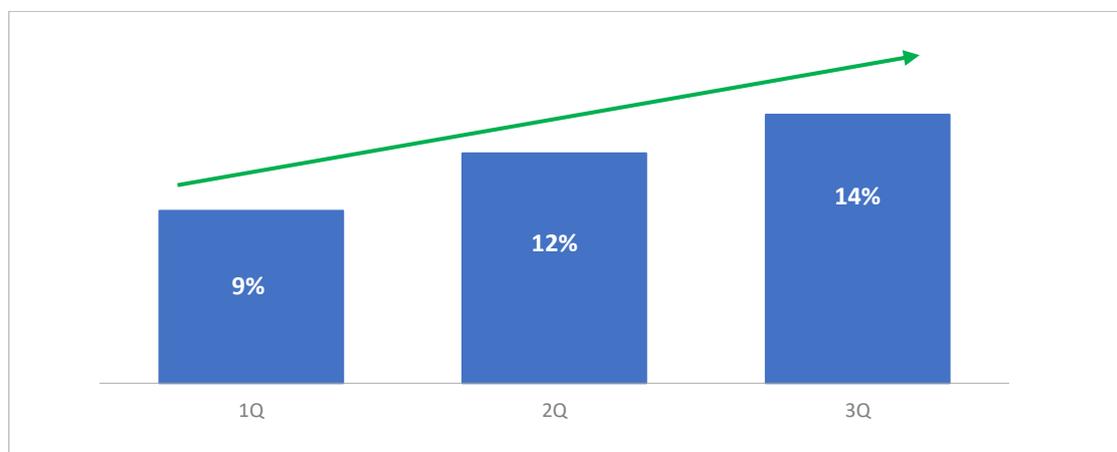


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Como consecuencia de la pandemia COVID19, durante el primer trimestre del año 2020 (de febrero a abril), el comercio electrónico creció en un 74% sus ventas netas en el segmento Walmart U.S., contribuyendo aproximadamente en 390 puntos básicos al crecimiento de estas en este segmento, y un 40% en Sam's Club, se manteniéndose fuertes las modalidades de entrega en tienda (*Pickup*), de entrega a domicilio (*Delivery*).

En el segmento Walmart International las ventas por *e-Commerce* contribuyeron en un 9% al total de las ventas del segmento en el primer trimestre, un 12% en el segundo y 14% en el tercero.

Gráfico 8. Ventas porcentuales por e-Commerce sobre el total de ventas en Walmart Internacional durante los primeros tres trimestres del año fiscal 2021



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de los reportes trimestrales de Walmart Inc.

Este crecimiento fue liderado especialmente por China, donde creció notablemente en un 160% en el primer trimestre y del 104% en el segundo, y por México, con un crecimiento del 68% en el primer trimestre y del 217% en el segundo, en comparación a los mismos períodos del año anterior. En Canadá el incremento fue del 215% para el segundo trimestre y en el Reino Unido fue del 98%, medidos año a año durante el mismo período.

El suceso del COVID19 aceleró el uso de la tecnología y el crecimiento de las ventas en línea en todas las industrias durante el año 2020 y se estima que un gran porcentaje de los que han comprado en línea seguirán haciéndolo en el futuro.

### 3.7 La estrategia de *e-Commerce*

En 2016, Walmart compró Jet.com, la compañía de ventas *online* de moda, con el fin de acelerar la adopción del comercio *online* y su estrategia omnicanal y con la adquisición incorporó también Hayneedle.com, un sitio de venta *online* de muebles para el hogar. El fundador de Jet.com, Marc Lore, pasó a dirigir el sector de *e-Commerce* de Walmart US. Con la visión de Lore, Walmart adquirió estrategias agresivas en los últimos años, mejorando notablemente sus ventas *online* haciéndole frente a Amazon, el minorista de comercio electrónico más grande y su principal competidor en este canal de ventas.

En 2018, Walmart adquiere el control accionario de la empresa líder minorista de ventas *online* en la India, Flipkart. Luego de una guerra de ofertas con Amazon por conseguirla, Walmart consigue entrar en un mercado en crecimiento donde hasta el momento no había conseguido gran penetración con el tradicional minorista.

Para lograr una rápida penetración, Walmart persiguió una estrategia de compra de compañías y marcas de venta *online* ganando en variedad y calidad de productos en su *marketplace*, ampliando su portafolio.

Entre esas marcas adquiridas Walmart cuenta con: Moosejaw, un minorista de ropa deportiva que ofrece más de 400 marcas con gran presencia en las redes y física; Bonobos, una marcas especializada en ropa masculina, conocida por otorgar el calce perfecto en sus prendas, que también cuenta con tiendas físicas; Eloquii, una marca digital que vende ropa para mujeres de talla grande; Art.com, el mayor minorista de arte y objetos de decoración para las paredes de venta *online* y Hayneedle.com, sitio de venta *online* de muebles, como se mencionó anteriormente.

Walmart innovó en servicios como *Pickup*, un servicio de compra desde el sitio *online* o la aplicación y retiro en el estacionamiento; NextDay Shipping, envío al día siguiente sin cargo por arriba de un pequeño monto mínimo que hoy es de USD 35; la aplicación Walmart Pay para pagos y beneficios, entre otros que ofrece la empresa para que sus clientes ahorren en tiempo y dinero.

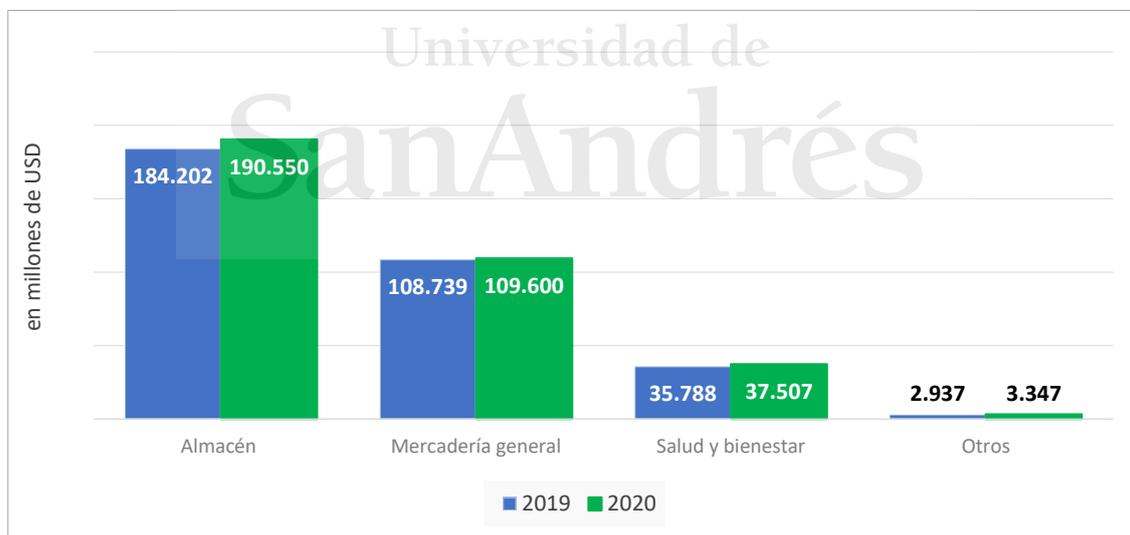
Como resultado, Walmart.com recibe 100 millones de visitantes por mes en su tienda *online*, número que sostenidamente cada año. La gerencia proyecta un crecimiento en las ventas netas por *e-Commerce* en el segmento Walmart U.S. para el año 2021 de un 30%.

### 3.8 Productos

La mercadería vendida por Walmart U.S. es clasificada en los siguientes grupos: almacén, que incluye: alimentos, bebidas, productos para bebés, productos de belleza y perfumería, productos para mascotas y otros consumibles; mercadería general, que incluye: entretenimiento, libros, productos electrónicos, música y películas, productos deportivos, muebles, jardinería, ropa, joyería, decoración, juguetes y telas; salud y bienestar, que incluye: farmacia, óptica, venta de fármacos y otros medicamentos; y otros.

Durante el último año fiscal, la categoría “almacén” tuvo 190.550 millones de dólares en ventas, la categoría “mercadería general” tuvo ventas por 109.600 millones de dólares, en “salud y bienestar” fueron de 37.507 millones de dólares y hubo 3.347 millones de dólares en ventas en la categoría “otros”. La mercadería de marca Walmart y otras marcas propias representan una porción significativa de la mercadería vendida en Walmart U.S. En el siguiente cuadro se exponen los datos de ventas por categoría en los años fiscales 2020 y 2019.

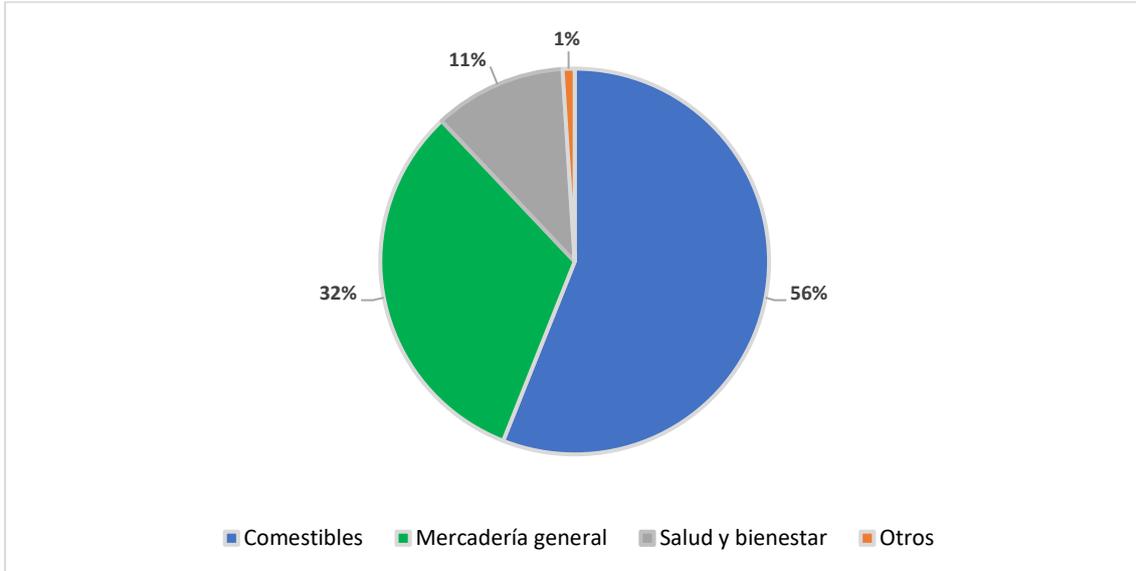
Gráfico 9. Ventas por categoría de productos en Walmart US por año fiscal



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Durante el último año, las ventas de la categoría “almacén” representaron el 56% de las ventas totales de Walmart. Esto nos permite asumir que es una empresa con recurrencia en las ventas y estable, puesto que la mayor parte de éstas provienen de productos consumibles y de primera necesidad.

Gráfico 10. Ventas porcentuales por categoría en Walmart US durante el año fiscal 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista

### 3.9 Composición accionaria

De acuerdo con el reporte anual del año fiscal 2020, la empresa contaba con la cantidad de 2.868.000.000 acciones distribuidas entre 217.840 tenedores de acciones. El 49% de las mismas se encontraban en manos de Walton Enterprises LLC.

Tabla 3. Primeros 10 tenedores de acciones de Walmart por cantidad de acciones poseídas

Nombre del inversor	% accionario	Cantidad de acciones (en millones)
Walton Enterprises, L.L.C.	48,53%	1.373,07
The Vanguard Group, Inc.	4,67%	132,26
State Street Global Advisors (US)	2,27%	64,27
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	2,12%	59,89
Geode Capital Management, L.L.C.	0,77%	21,72
Fidelity Management & Research Company LLC	0,70%	19,80
Norges Bank Investment Management (NBIM)	0,53%	15,01
State Farm Insurance Companies	0,52%	14,70
BofA Global Research (US)	0,49%	13,99
Fisher Investments	0,42%	11,83

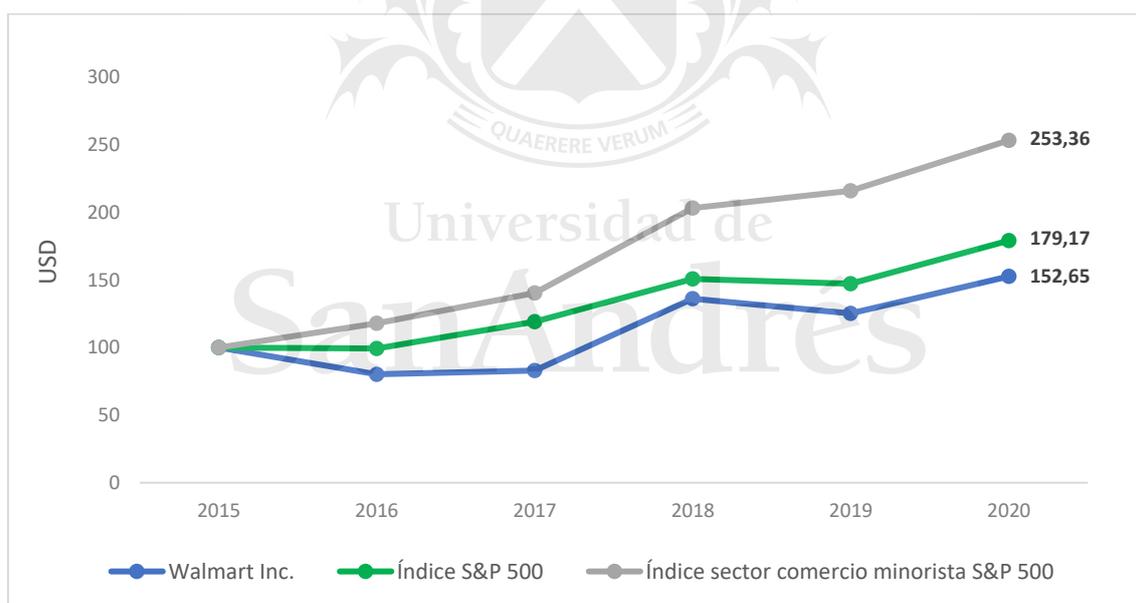
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Thompson Reuters

### 3.10 Rendimiento de la acción

Las acciones de la empresa Walmart cotizan en el New York Stock Exchange bajo el *ticker* "WMT". Una persona que hubiera invertido USD 100 en acciones de Walmart en el año 2015 hoy tendría USD 152,65, si hubiera invertido USD 100 en el índice S&P 500 hoy tendría USD 179,17, mientras que si hubiera invertido en el índice del sector del comercio minorista del S&P 500 tendría USD 253,36 (en todos los casos se presume que los dividendos son reinvertidos).

En el siguiente gráfico se comparan los retornos totales acumulativos de cinco años entre la empresa Walmart con los retornos totales acumulativos del índice S&P 500 y el índice del sector del comercio minorista del S&P 500, asumiendo una inversión de USD 100 desde el día 1 de febrero de 2015 al 31 de enero de 2020 y dividendos reinvertidos. Observaremos que desde el año 2015 al 2017 la empresa tiene una correlación negativa con el índice minorista S&P 500 para comenzar a correlacionar positivamente con el mismo a partir de ese año.

Gráfico 11. Comparación de los retornos totales acumulativos de 5 años entre Walmart Inc., el índice S&P 500 y el índice del sector comercio minorista S&P 500



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

Tabla 4. Retornos totales acumulativos de 5 años de Walmart Inc., el índice S&amp;P 500 y el índice del sector del comercio minorista S&amp;P 500

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Walmart Inc.</b>	100	80,25	83,06	136,08	125,24	152,65
<b>Índice S&amp;P 500</b>	100	99,33	119,24	150,73	147,24	179,17
<b>Índice sector comercio minorista S&amp;P 500</b>	100	118,07	140,38	203,32	216,05	253,36

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

### 3.11 Criterios ESG

Los criterios ESG apuntan a los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo que en los últimos años son tomados en cuenta a la hora de realizar una inversión socialmente responsablemente.

Walmart se encuentra altamente comprometida con las cuestiones relacionadas con estos criterios, desde el director general extendiéndose a toda la empresa. Cada líder diseña proyectos y aplica estrategias relativas a ESG en su sector y un comité directivo mantiene alineada la gestión en toda la empresa.

En cuanto al factor medioambiente, Walmart se encuentra en una transición hacia una economía circular con el objetivo de poder reutilizar o regenerar los materiales, los envases y la energía que utiliza en su funcionamiento. Aspira a lograr cero residuos en el futuro trabajando comprometidamente con sus proveedores, clientes y la comunidad. También se compromete a proteger o restaurar al menos 50 millones de acres de tierra y un millón de millas cuadradas de océano para 2030, mientras acerca los alimentos a la sociedad brindando trato humanitario a los animales de granja siguiendo las normas de bienestar animal.

La empresa se puso por objetivo alcanzar cero emisiones de gases de efecto invernadero a nivel global para el año 2040 a lo largo de toda su cadena de producción. También solicita a sus proveedores que se unan al Proyecto Gigatón, por el cual pretende reducir las emisiones en mil millones de toneladas métricas a nivel mundial para el año 2030 fijando objetivos y tomando medidas respecto de seis ámbitos: en el uso de energía, en el diseño y uso de productos, la gestión de los residuos, la gestión de los envases, la deforestación y la agricultura sostenible. Para el año 2025 pretende que el 50% de sus operaciones provengan de fuentes de energía renovable y el 100% para el año 2035. Al día de hoy se estima que se utiliza energía renovable en el 29% de sus operaciones.

En cuanto a la categoría social, Walmart se ha comprometido en brindar iguales oportunidades avanzando en la diversidad y la inclusión, donde cualquier persona independientemente de su origen puede trabajar, desarrollarse y alcanzar su potencial para que toda la empresa continúe cumpliendo con su misión. A su vez, utiliza sus recursos empresariales y filantrópicos y su capacidad para avanzar en un movimiento a favor de la equidad para toda la sociedad, concentrándose en las cuestiones más importantes en derechos humanos basados en sus valores centrales de servicio al cliente y respeto al individuo e integridad. Walmart cree que es responsabilidad de las empresas respetar los derechos humanos por lo cual, en el año 2018, realizó su primera Declaración de los Derechos Humanos. Por otro lado, continúa con su objetivo de mejorar la vida de las personas proporcionando acceso a los alimentos y productos en forma asequible.

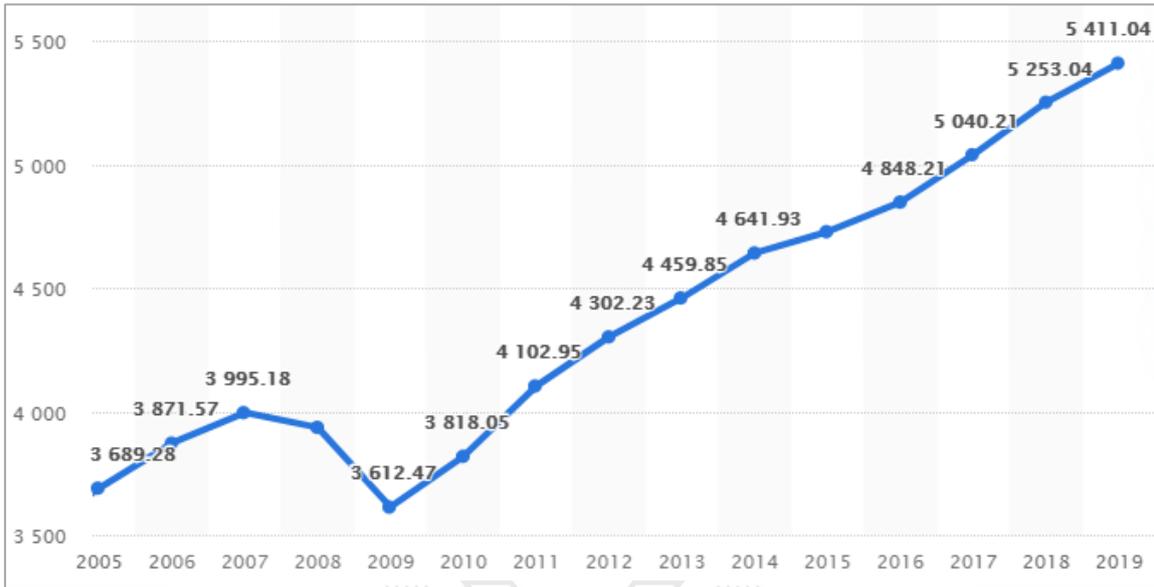
Respecto de la categoría de gobierno corporativo, Walmart cree que una gestión basada en la ética, el cumplimiento y la transparencia es esencial para el éxito y el crecimiento responsable de la empresa en el largo plazo, mitiga el riesgo empresarial, y genera confianza en los clientes, asociados, proveedores e inversores, deviniendo en estabilidad financiera. Por otro lado, realiza distintas prácticas de gobierno corporativo para mantener al consejo independiente y alinea, a través de diferentes incentivos, los intereses de los directivos con los de largo plazo de los accionistas.

Walmart pretende contribuir positivamente en los países en los que opera comprometiéndose con el gobierno local y apoyando las políticas que redundan en el beneficio de todas las partes interesadas.

#### 4. La industria

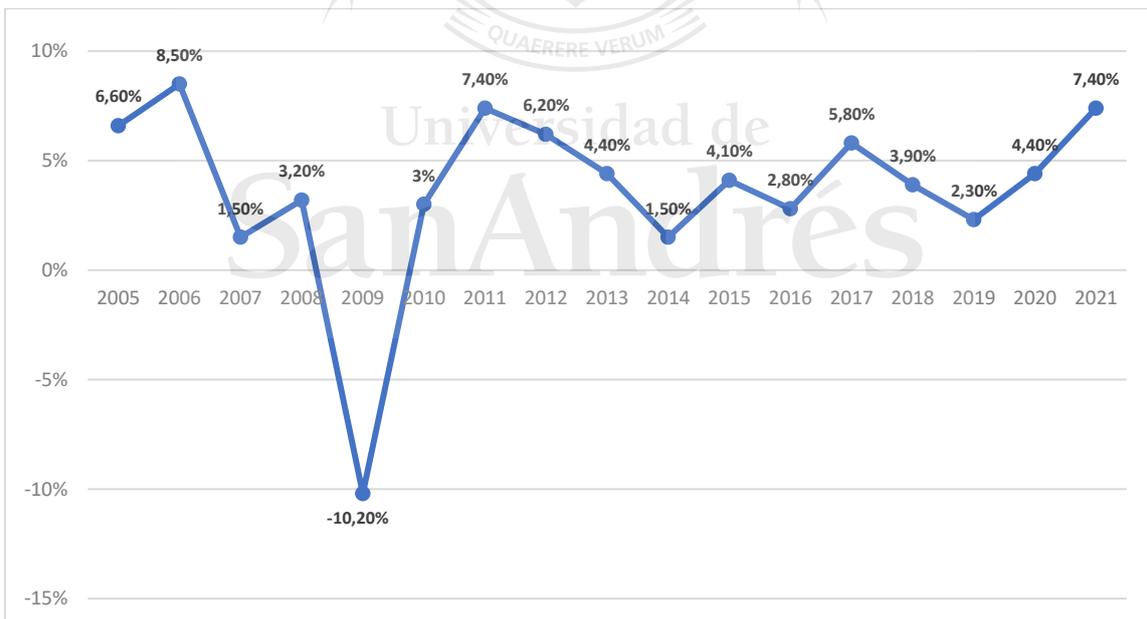
La industria minorista es la industria donde las empresas ofrecen los bienes y servicios para uso personal directamente a los consumidores a través de múltiples canales de distribución. En los Estados Unidos este sector está en continuo crecimiento. En el año 2019 las ventas minoristas totales en ese país fueron de más de 5.411 miles de millones de dólares. Con más de un millón de establecimientos, emplea directamente a 29 millones de personas y sostiene directa o indirectamente más de 42 millones de puestos de trabajo.

Gráfico 12. Evolución histórica de las ventas minoristas totales en los Estados Unidos (expresado en miles de millones de dólares)



Fuente: Statista

Gráfico 13. Crecimiento interanual del comercio en el sector minorista en los Estados Unidos



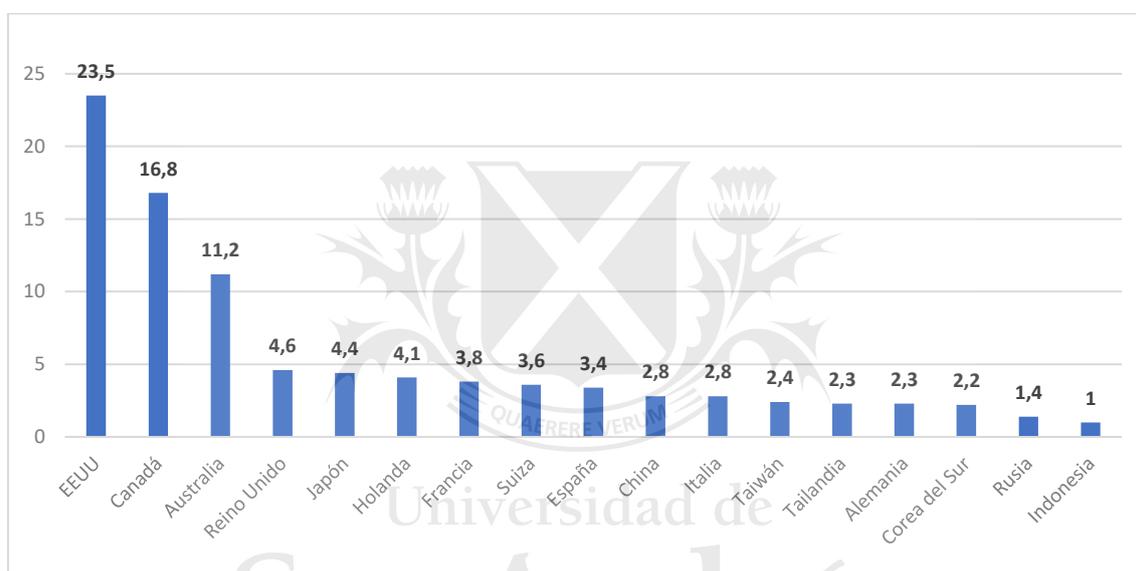
Fuente: Datosmacro.com

Por muchos años, la industria del comercio minorista ha sido un negocio estable y tradicional. En los años ochenta, las grandes tiendas en los Estados Unidos dominaban el mercado, con locales organizados en forma similar en cuanto a espacio y ofertas de productos. Uno de los grandes logros de estas grandes tiendas, en especial de los supermercados, ha sido bajar el precio de

los alimentos y la porción del presupuesto en las familias destinado a ese gasto al producir y vender productos en cantidad. Los supermercados han modificado la forma en la que las personas gastan su dinero.

En los Estados Unidos desde hace años las tiendas minoristas se han caracterizado por los grandes espacios físicos destinados a la exhibición y venta de los productos. Aún hoy se distingue del resto del mundo en la cantidad de espacio físico *per cápita* que utiliza el sector, aunque en los últimos años comenzó a gestarse un cambio en la forma de comprar.

Gráfico 14. Espacio per cápita en tiendas físicas del sector minorista en los Estados Unidos y en otros países del mundo (expresado en pies cuadrados per cápita)



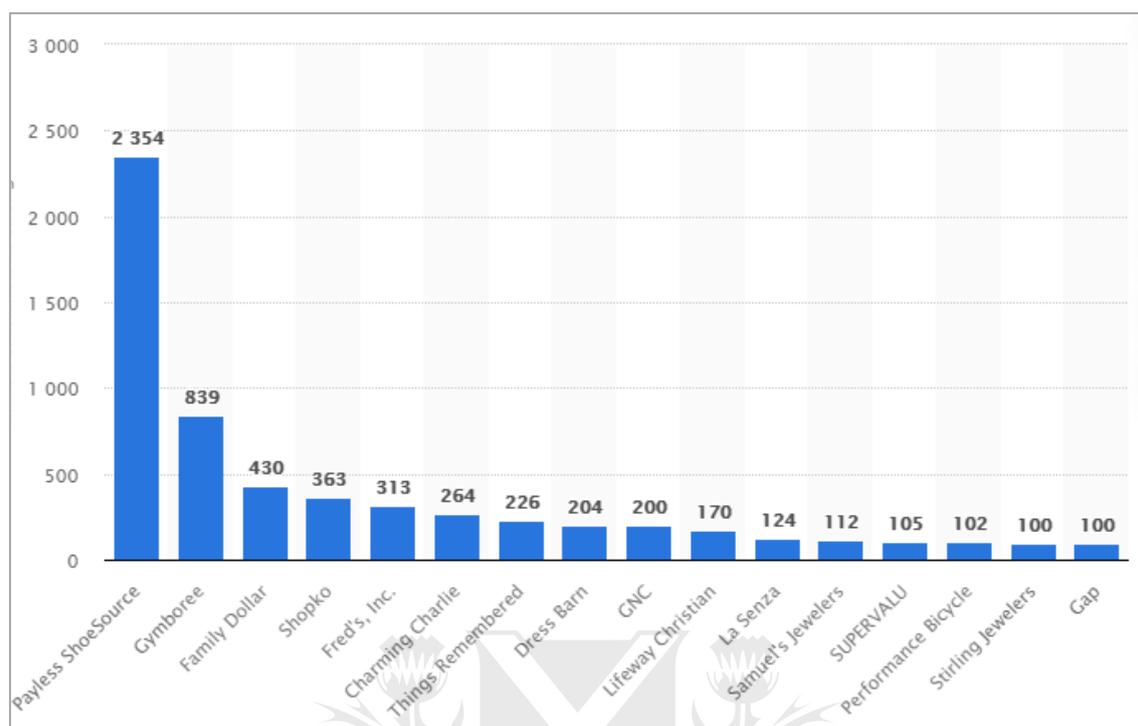
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista

Sin embargo, en las últimas décadas, la industria está sufriendo una transformación debido al avance tecnológico. La demanda de productos *online* está ganando lugar rápidamente con empresas como Amazon a la cabeza, en especial entre los más jóvenes. El modelo tradicional de negocio no puede sostenerse por sí mismo y está migrando del espacio físico en los locales al espacio virtual.

Tal es así, que en los últimos años se han sucedido una gran cantidad de cierres de locales de las grandes tiendas en los Estados Unidos. Algunas empresas comenzaron a salir de sus locaciones para poner más empeño en las ventas por internet, tratando de compensar su pérdida de rentabilidad con el cierre programado de locales en todo el país, mientras otras presentan bancarrota.

En el siguiente cuadro se exponen la cantidad de locales que cerraron de tiendas minoristas en los Estados Unidos tan sólo en el año 2019.

Gráfico 15. Cantidad de cierres de tiendas minoristas en los Estados Unidos en 2019 por cadena minorista

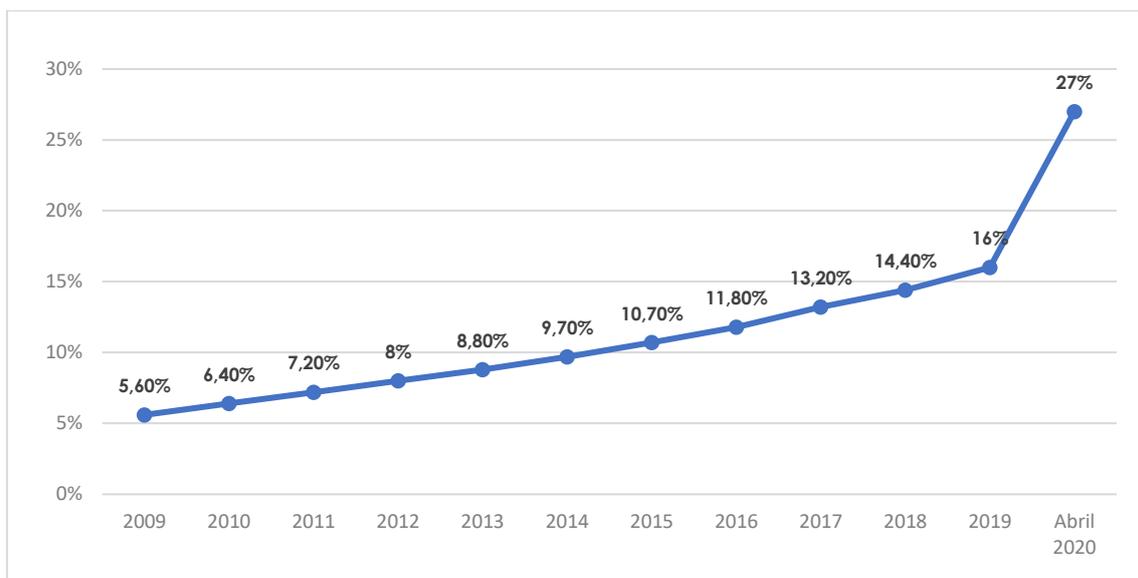


Fuente: Statista

Esta situación de uso más intensivo de uso de los *marketplace* y de las ventas *online* se profundizó durante el evento global del COVID19. Durante el año 2020, los clientes comenzaron a valorar la realización de pedidos por medio de internet y de las aplicaciones a través de todo el mundo, poniendo a prueba el sistema de logística y de abastecimiento en las empresas minoristas. De hecho, gran cantidad de empresas durante la primera parte de la pandemia no lograron responder a tiempo o tuvieron faltantes de productos temporalmente, tanto en los locales físicos como en sus tiendas *online*.

El *e-Commerce* crecía desde hace más de una década lentamente, pero de manera constante. Sin embargo, en tan sólo 8 semanas del año 2020 mientras desde el gobierno se instaba a la población a permanecer en sus hogares, el crecimiento de esta forma de venta fue de 11 puntos en los Estados Unidos. Se espera que estos cambios en el comportamiento de los consumidores permanezcan puesto que una vez que los consumidores han quebrado la barrera de la virtualidad, aprendiendo a comprar de esta manera por una cantidad de tiempo suficiente y experimentado los beneficios que trae en ahorro de tiempo y comodidad, sus hábitos de consumo se modificaron para siempre.

Gráfico 16. Penetración del e-Commerce en los Estados Unidos como porcentaje de las ventas totales minoristas

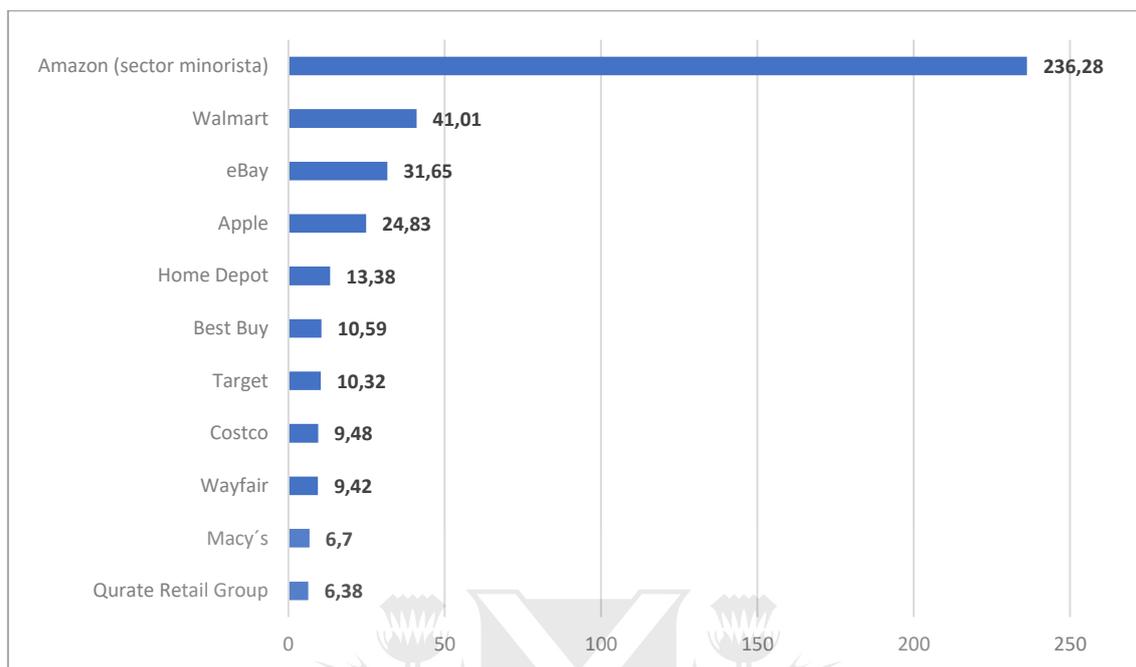


Fuente: GA Agency

Esta transformación ha provocado que las empresas se enfrenten a una encarnizada competencia, donde las ventas por internet lideradas por Amazon están provocando el cierre y la quiebra en muchos minoristas que no han llegado a modificar su modelo de negocio a tiempo y han quedado fuera de juego.

En el siguiente gráfico se puede observar las ventas expresadas en miles de millones de dólares de las compañías que lideraron las ventas por *e-Commerce* durante el año 2020 en los Estados Unidos. Si bien todas las empresas tuvieron un crecimiento en ventas por internet especialmente durante el año 2020, la mitad de estas ventas fueron realizadas por Amazon, la única empresa nativa de internet.

Gráfico 17. Compañías en los Estados Unidos que lideran el ranking de ventas online en la industria minorista durante el año 2020 por ventas online (expresado en miles de millones de dólares)

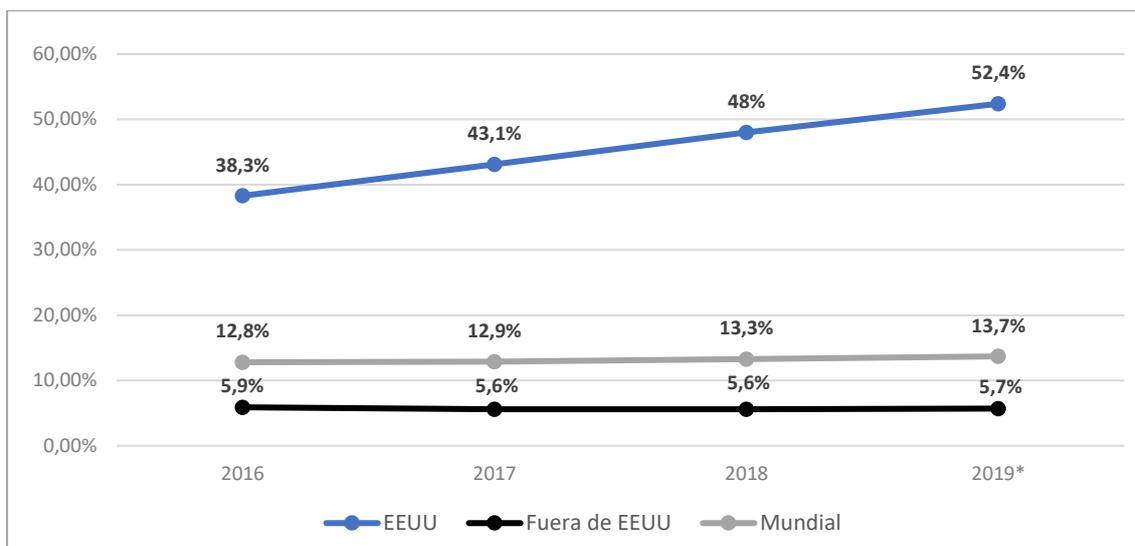


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista y del 10k de Amazon

Durante el año 2020, Amazon ha reportado ventas *online* por 236 miles de millones de dólares, mientras que Walmart, la empresa que ocupa el segundo lugar en el *ranking*, ha reportado 41 mil millones de dólares. Esto significa que Amazon ha tenido casi 6 veces más ventas que su competidor más cercano por este canal, logrando un desempeño significativamente superior.

En cuanto a la cuota de mercado en el comercio *online* fuera de los Estados Unidos, Amazon tiene más del 5%, como lo vemos en el siguiente gráfico.

Gráfico 18. Evolución de la cuota de mercado en ventas online de Amazon en el mundo entre los años 2016 y 2019\* (proyectado)

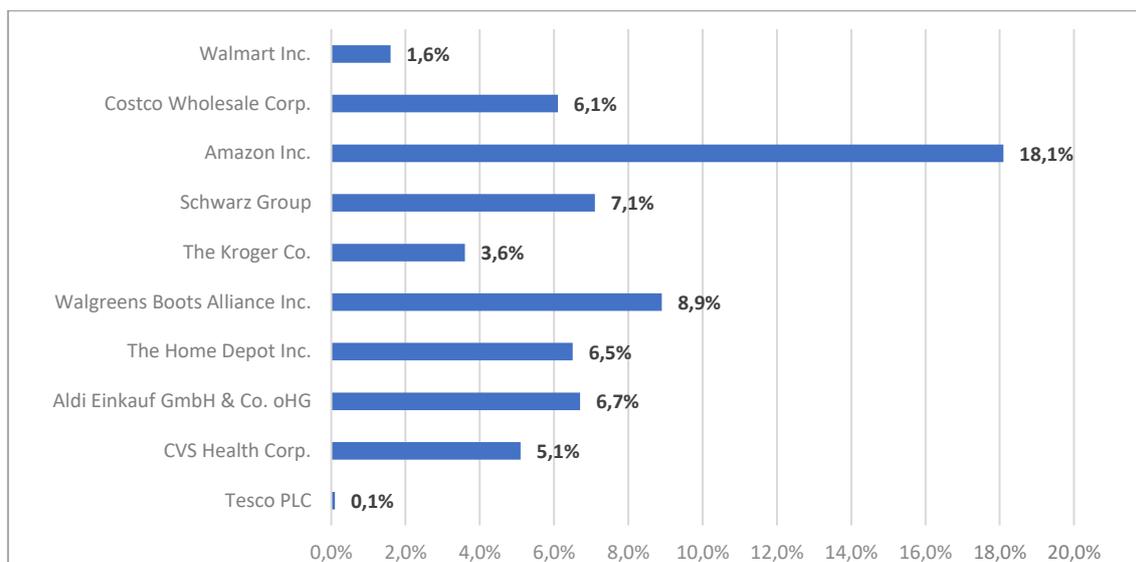


Fuente: Statista

En el siguiente gráfico podemos ver los crecimientos compuestos anuales en ventas entre los años 2013 y 2018 en diferentes empresas minoristas donde Amazon logró un 18,1%, destacándose de las otras grandes empresas ampliamente.

Universidad de  
San Andrés

Gráfico 19. CAGR de ventas entre los años fiscales 2013 y 2018 de las compañías líderes minoristas a través del mundo



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista

La empresa ofrece prácticamente todos los productos que existen en un mismo sitio web, pudiendo comparar vendedores, precio, tiempo de envío y recibirlos cómodamente en el lugar donde uno desee con tan sólo un par de clics en el dispositivo electrónico de preferencia. Al comprar mucho más en línea, se evitan las compras casuales o en negocios adyacentes físicos, que pueden terminar encauzándose virtualmente en el mismo sitio web de Amazon. Amazon está consumiendo al sector minorista.

Debido a la aparición de Amazon en la escena, el sector ha tenido que agilizar los tiempos de entrega, a la vez que han disminuido los precios que los clientes están dispuestos a pagar para obtener los productos. Muchos clientes hoy buscan pagar el menor precio posible mientras compran en una plataforma *online* amigable donde pueden comparar diferentes productos y esperan recibirlos lo más rápido posible. Según una encuesta de la firma Price Waterhouse Cooper, el 88% de los consumidores están dispuestos a pagar extra para recibir su producto más rápido o en el mismo día.

A pesar de la posibilidad de comprar *online*, muchos deciden comprar en el supermercado resultando para ellos en una experiencia social y completa de compra (tocar los productos, probarse las prendas). Esto ha hecho que la experiencia del cliente, tanto en el local como en el *marketplace*, se haya transformado en la estrategia central en esta industria por lo cual las empresas tratan de establecer lealtad hacia la marca satisfaciendo las necesidades de su clientela de manera placentera.

La tecnología juega un papel fundamental en los sistemas de tiempo real y automatización de la logística para proporcionar respuestas inmediatas a toda la cadena de suministros. Por otro lado,

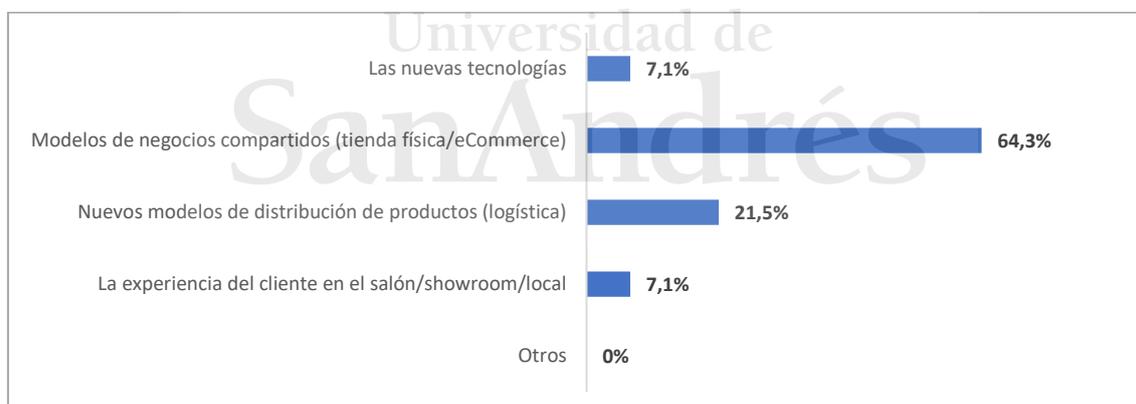
es clave en la optimización de los procesos, la gestión de inventarios y la disposición de los productos y estanterías. La robótica ha permitido automatizar operaciones al realizar cambios que mejoran la velocidad de estas y la administración de los recursos.

El análisis de los datos al momento, con inteligencia artificial y *machine learning*, datos que se obtienen de los clientes todos los días, es absolutamente necesario para volverse predictivas anticipando el futuro, respondiendo eficientemente en tiempo real a los pedidos pronosticando la demanda a fin de suministrar los productos al momento en que se necesite. Conociendo las preferencias de los clientes se pueden estimar sus comportamientos generando un abastecimiento predictivo como, por ejemplo: cuáles serán los productos de mayor demanda, franja horaria con mayor volumen de ventas, estimación de compras diarias; a fin de proveer a tiempo a los locales.

Utilizando los modelos predictivos, Amazon, aproxima la cantidad de un determinado producto que venderá en un área determinada y luego hace envíos de este a los centros más cercanos e incluso a los camiones que circularán en la zona. Para cuando el cliente hace el clic final de compra, el producto ya se encuentra cerca.

El análisis de los datos permite segmentar los perfiles de los clientes y agruparlos por características similares. Y algo fundamental para la supervivencia de las empresas en la industria: conocer a tiempo los cambios en las preferencias de los consumidores o predecirlos.

Gráfico 20. Causas de la innovación en el sector retail en los próximos cinco años



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de PwC

#### 4.1 Los cambios en la industria y Walmart

Como se ha mencionado anteriormente en este trabajo, en el año 2000, Walmart creó el sitio *Walmart.com* y más tarde el mismo año, *Samsclub.com*. En el año 2007 lanzó su modalidad de compras *online* y retiro en tiendas y desde el año 2016 realizó varias adquisiciones de marcas y empresas relacionadas al comercio electrónico. En 2016 compra Jet.com y su fundador, Marc

Lore, queda a cargo del sector *e-Commerce*, como se ha comentado anteriormente en este trabajo. Lore ha aportado a la cultura de la empresa un cambio de pensamiento más de avanzada y de riesgo.

En el mismo año 2016, Walmart realiza una alianza estratégica con *Jd.com*, el sitio más grande de ventas *online* de China medido por ventas. Así, Walmart apuesta por no quedarse por fuera de uno de los mercados más grandes del mundo (como Amazon, que quedó fuera del mercado chino por no lograr hacerle frente a la competencia) y del que se espera un gran crecimiento en el futuro cercano. El mercado de ventas *online* chino tiene el 80% del comercio en manos de las empresas Alibaba y Jd, por lo que Walmart necesita de esta alianza para penetrar en este mercado. La empresa cuenta de esta manera, con el servicio de envíos veloz que tiene Jd gracias a su logística de última generación, permitiendo que Walmart realice entregas en determinadas ciudades de China en dos horas.

En el año fiscal 2017, Walmart lanzó su programa de envíos gratis en dos días y apostando al gran mercado de la India, en 2019 adquirió la mayoría de la empresa Flipkart de ese país, la empresa de venta de artículos *online* líder en la India. En el año 2020, Walmart lanza su modalidad de envíos gratis en un día, llegando al 75% de la población de los Estados Unidos.

Ilustración 10. Walmart crece rápidamente en ventas online



Fuente: storeo8.com

Tan sólo en el año fiscal 2018 Walmart ha invertido 11,7 mil millones de dólares en tecnología, convirtiéndose en el tercer más grande financiador de tecnología de la información del mundo, detrás de Amazon y Alphabet, siendo Walmart el único minorista entre los principales. Gracias a esto, la empresa está ganando fuerzas en el comercio electrónico, creciendo las ventas *online* en forma sostenida año a año, destacándose especialmente en el año 2020. Para este entonces

ya se han sumado otras compañías minoristas a este cambio, debido a la fuerte competencia con Amazon.

Store N°8 fue creada en 2017 como la incubadora tecnológica de Walmart con el fin de transformar el futuro de la industria del comercio minorista creando nuevas eficiencias operativas y mejorar la experiencia del cliente. Con el cliente como centro, las compañías trabajan como empresas *startups* para ir aplicando los resultados exitosos a gran escala en Walmart. Sus últimos proyectos están relacionados con las compras por voz, facilitar el sistema de *checkout*, la asistencia sanitaria, la digitalización en la tienda, mayor comodidad en los sistemas de entrega, abastecimiento sustentable, inventarios inteligentes perpetuos y la automatización en las compras.

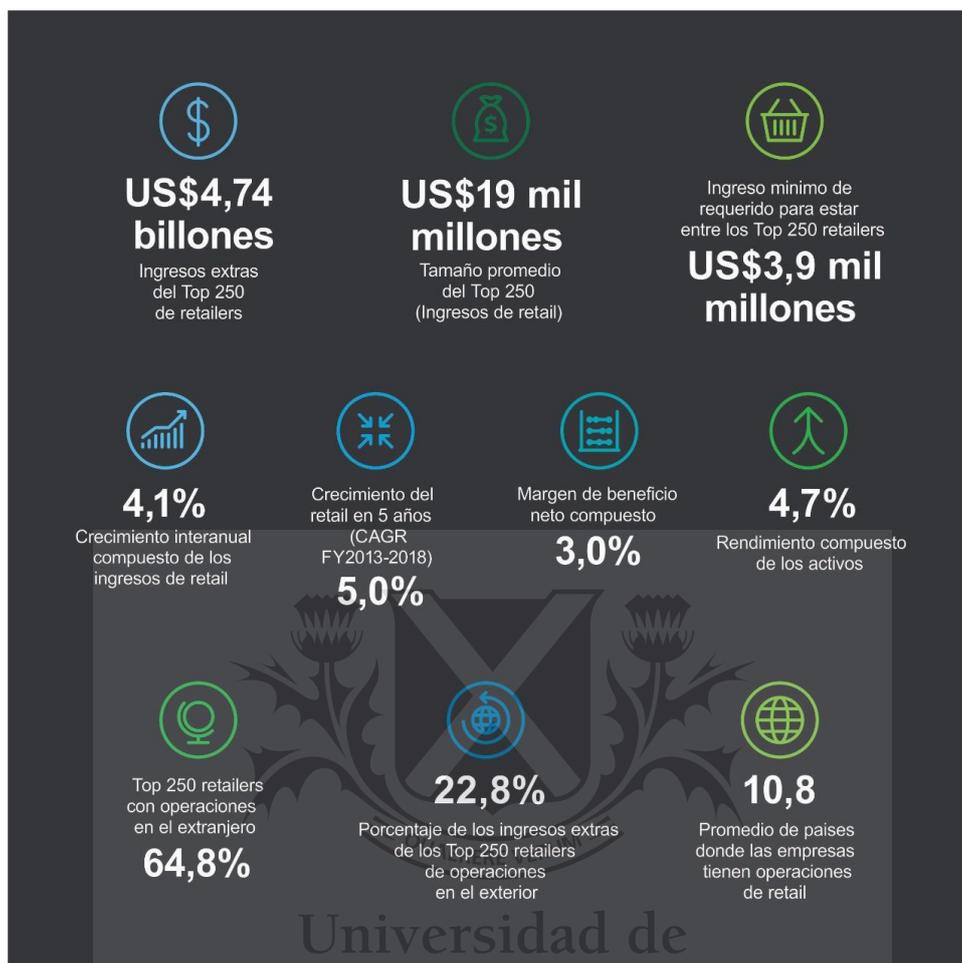
Walmart está buscando conservar su cuota de mercado y continuar creciendo como líder del sector tomando una posición activa para acompañar a los cambios en el mercado actual y enfrentarse a los nuevos desafíos que afronta la industria en este momento.

#### 4.2 La industria y la competencia

Según el *ranking* mundial de Deloitte sobre las 250 compañías mundiales que lideran el sector minorista (con corte de información tomando el último período fiscal de las mismas entre el 30 de junio del 2018 y 1 de julio de 2019), las empresas en promedio percibieron ventas por 19.000 millones de dólares, significando 1.000 millones más (2,8% más) que en el período fiscal anterior, lo que implica un crecimiento acumulado promedio desde el año 2013 del 5%.

San Andrés

Ilustración 11. Algunos números acerca del año fiscal 2018-2019 del Top 250 del ranking mundial de retailers



Fuente: Informe de Deloitte Global Powers of Retailing 2020

Por regiones, la región con mayor número, Europa, posee 88 empresas en este *ranking* representando un 34,4% de las ventas de este, logrando un 40,7% de sus ventas por fuera del país de origen con presencia en 18,3 países en promedio. En segundo lugar, aparece Norteamérica con 84 empresas que representan un 46,9% de las ventas, con un 13,4% de sus ventas por fuera de su país de origen y presencia en 8,5 países en promedio.

Tabla 5. Análisis geográfico por país de origen

	Perfil de región/país FY2018				Nivel de globalización por región/país FY2018		
	Número de compañías	Ingresos minoristas promedio (en millones de USD)	Compañías Top 250 (%)	Ingresos en Top 250 (%)	Ingresos minoristas de operac. en extranjero (%)	Número de países promedio en que operan	Operac. de un solo país (%)
Top 250	250	18.976	100%	100%	22,8%	10,8	35,2%
África/Medio Oriente	9	7.884	3,6%	1,5%	34,1%	11,6	11,1%
Asia y Pacífico	58	12.567	23,2%	15,4%	10,8%	4,3	50%
China/Hong Kong	13	15.832	5,2%	4,3%	9,9%	4,8	61,5%
Japón	29	11.017	11,6%	6,7%	15,2%	5,1	44,8%
Otros Asia y Pacífico	16	12.726	6,4%	4,3%	4,9%	2,4	50%
Europa	88	18.538	35,2%	34,4%	40,7%	18,3	14,8%
Francia	12	26.059	4,8%	6,6%	42,5%	31,4	0%
Alemania	19	26.082	7,6%	10,4%	49,7%	15,9	5,3%
Reino Unido	14	17.465	5,6%	5,2%	18,4%	16,2	14,3%
Otros Europa	43	13.455	17,2%	12,2%	41,1%	16,4	23,3%
Latinoamérica	11	7.955	4,4%	1,8%	20,9%	2,5	54,5%
Norteamérica	84	26.492	33,6%	46,9%	13,3%	8,5	46,4%
Estados Unidos	77	27.628	30,8%	44,8%	13,4%	8,8	45,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe de Deloitte Global Powers of Retailing 2020

A continuación, el siguiente cuadro muestra los primeros 5 minoristas que encabezan la lista de los primeros 250 a nivel mundial:

Tabla 6. Top 5 en el ranking mundial de 250 minoristas 2020

Ranking Top 250	Variación de cambios en ranking	Nombre de la compañía	País de origen	Ingresos retail FY2018 (millones de USD)	Variación ingresos minoristas FY2018	Margen de beneficio neto FY2018	Rendim. de activos FY2018	CAGR ingresos minoristas FY2013-2018	Número de países en que opera	Ingresos por operac. en extranjero (%)
1	0	Wal-Mart Stores, Inc.	EEUU	514.405	2,8%	1,4%	3,3%	1,6%	28	23,7%
2	0	Costco Wholesale Corporation	EEUU	141.576	9,7%	2,2%	7,8%	6,1%	11	27,8%
3	+1	Amazon.com, Inc.	EEUU	140.211	18,2%	1%	1,5%	18,1%	16	31,2%
4	+1	Schwarz Group	Alemania	121.581	7,6%	N/A	N/A	7,1%	30	65%
5	-2	The Kroger Co.	EEUU	117.527	-1,2%	2,5%	8,1%	3,6%	1	0%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del informe de Deloitte Global Powers of Retailing 2020

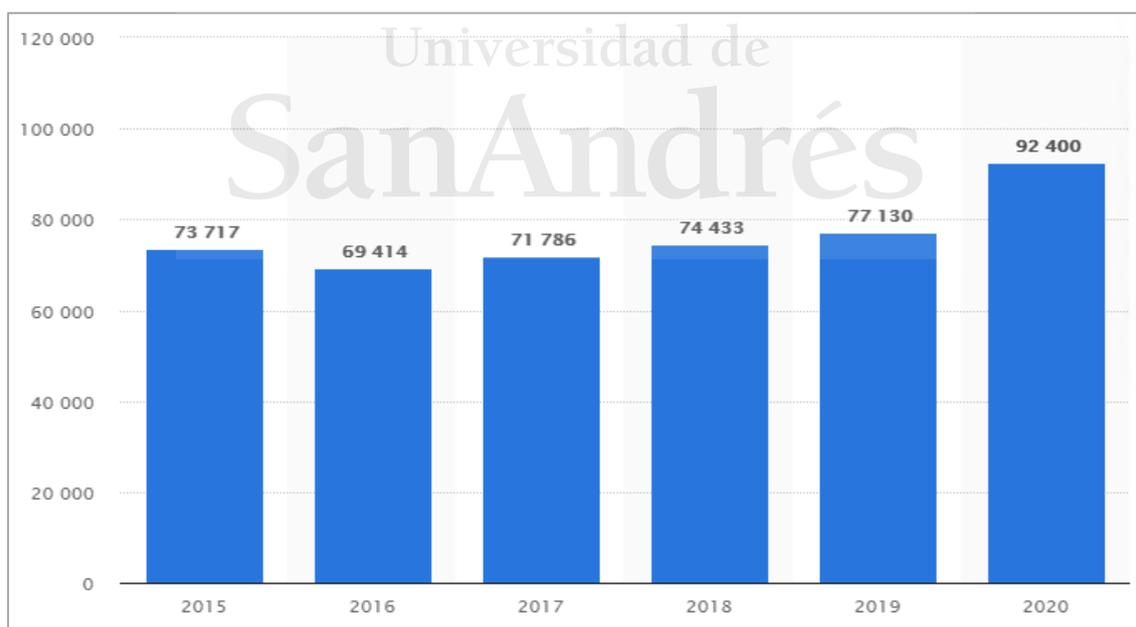
Walmart es el líder en la industria del comercio minorista a nivel global. Es la mayor empresa de *retail* medida en tamaño y en ventas. Es líder en precios, en línea con su estrategia y la escala que maneja, obligando a su competencia a igualar sus movimientos a la baja. En los últimos años, se desató una intensa guerra de precios en la industria.

Los principales competidores en la industria con un modelo de negocios similar que podrían quitarle cuota de mercado son las empresas Target y Kroger. Ambas operan solamente en los Estados Unidos.

Target es una cadena minorista de venta una amplia variedad de mercadería general y alimentos, es el octavo minorista más grande de los Estados Unidos y se encuentra en la posición número 11 a nivel global medido por ventas. Posee casi 1900 tiendas en los 50 estados del país y en el Distrito de Columbia. La empresa afirma que el 75% de la población de los Estados Unidos vive a menos de 16 kilómetros de una tienda Target.

En el siguiente gráfico se observa la evolución de las ventas netas de la empresa entre los años fiscales 2015 y 2020. Se puede notar que en el año fiscal 2020 el crecimiento de ventas año sobre año de la empresa fue casi del 20%, un número altamente significativo más allá de que esté relacionado con el abastecimiento de sus clientes durante la pandemia.

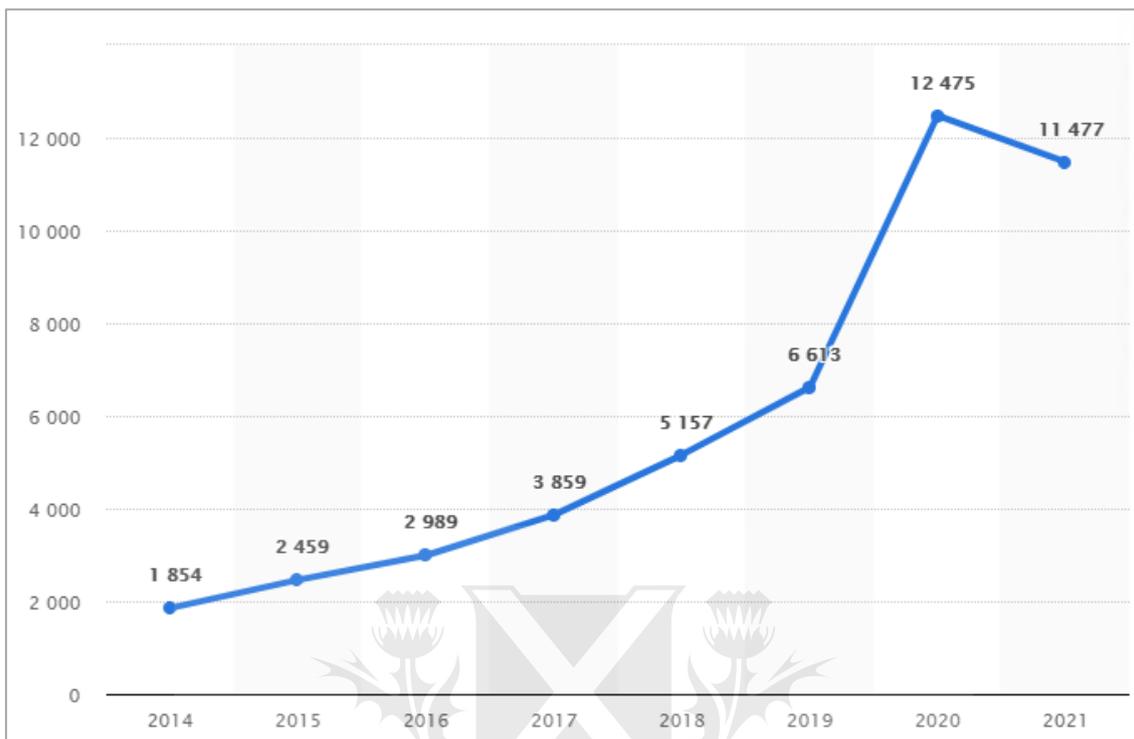
Gráfico 21. Evolución de las ventas netas de Target entre los años fiscales 2015 y 2020 (expresado en millones de dólares)



Fuente: Statista

Las ventas *online* de la compañía tuvieron un gran desempeño. Durante el año 2020 Target prácticamente duplicó las ventas *online* del año 2019, con 12.475 millones de dólares.

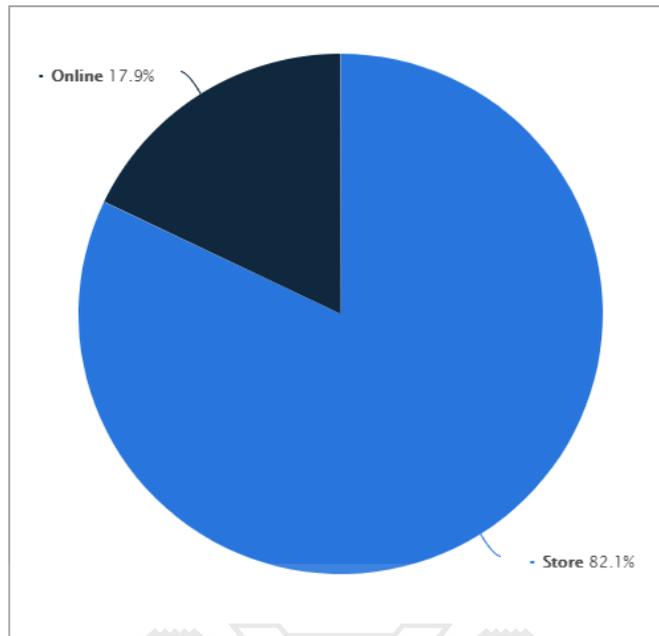
Gráfico 22. Evolución de las ventas netas online de Target.com entre los años 2014 y 2021 (expresado en millones de dólares)



Fuente: Statista

La compañía lanzó su sitio web de comercio electrónico en el año 1999 que fue evolucionando para lograr adaptarse a los cambios en la industria minorista con bastante éxito. Durante el año 2020 la empresa realizó el 18% de sus ventas por el canal *online*.

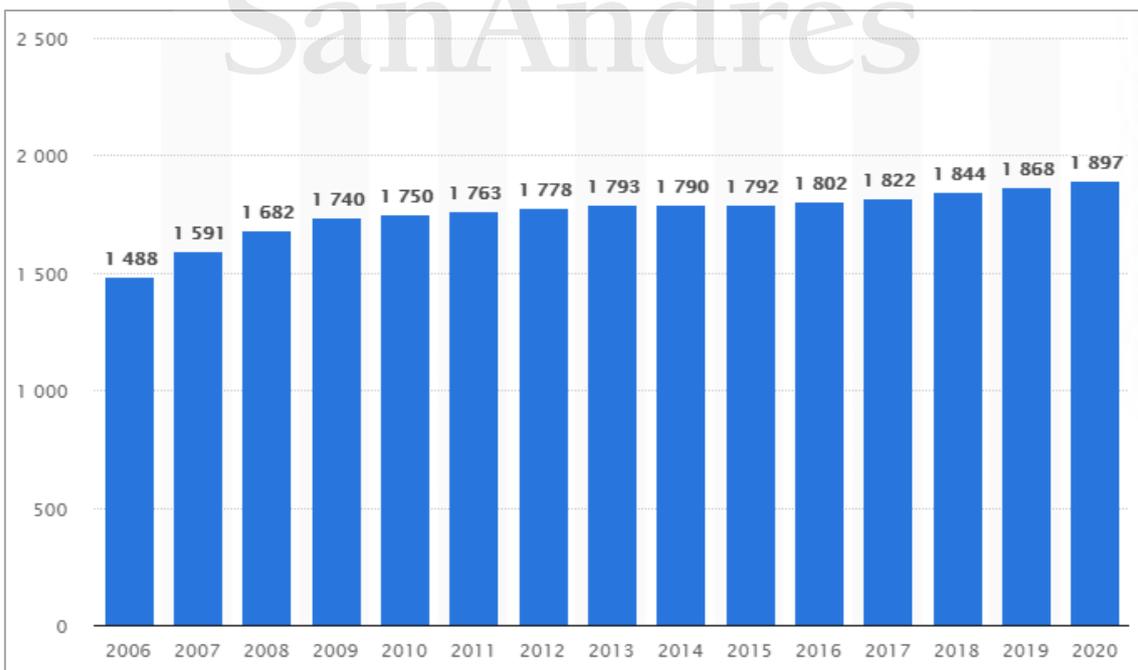
Gráfico 23. Ventas de Target en el año 2020 por canal de venta



Fuente: Statista

El número de tiendas que tiene la compañía se muestra creciente desde el año 2006, ostentando la cantidad de 1897 tiendas en el año 2020.

Gráfico 24. Número de tiendas Target en los Estados Unidos entre los años fiscales 2006 y 2020



Fuente: Statista

La empresa fue fundada en 1902 como Dayton Dry Goods Company y recién en 1990 cambió su nombre por Target Corporation. Desde sus comienzos, la estrategia de Target fue diferenciarse ofreciendo productos más exclusivos y de mayor calidad a costos más bajos.

Target, tiene un modelo de negocios con tiendas un poco más pequeñas que Walmart y centrado en una imagen comercial más joven que en precios bajos con una estrategia de mercadotecnia que apunta a la experiencia sensorial de calidad del consumidor mientras realiza sus compras. También se diferencia en la calidad de sus alimentos naturales y orgánicos de marca propia. En los últimos años Target sumó tiendas de formato menor, pero en áreas de mayor población para compras de último momento de productos de mayor necesidad en el hogar.

Target posee gran cantidad de marcas propias que ofrece en sus tiendas donde trata de combinar precios y calidad para sus clientes. Estas marcas propias abarcan desde indumentaria, calzado, artículos para el hogar y alimentos. A su vez, se ha asociado con marcas internacionales que vende con exclusividad en sus locales.

Target ha logrado posicionarse como una de las tiendas más importantes en los Estados Unidos y ocupa el puesto número 6 del ranking de empresas más populares de ventas *online* medidas por ventas netas en los Estados Unidos y tiene el modelo de negocios más similar a Walmart, es su competencia más directa en la venta en tiendas físicas tradicional.

Por su lado, más focalizado en la venta de productos de almacén, Kroger es una cadena de supermercados, la más grande de los Estados Unidos medido por ventas y la segunda en todo el mundo, a la vez, es el quinto minorista en ventas a nivel global con presencia en 35 estados y 2742 tiendas.

Gráfico 25. Número de tiendas Kroger en el año fiscal 2020 por categoría



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista

Kroger como supermercado se diferencia de Walmart en que vende mayor variedad de productos y con mejor calidad en los productos frescos y en los alimentos orgánicos sin alcanzar los precios

bajos de Walmart, mientras Walmart se centra en mantener los precios más bajos, sacrificando la calidad.

Kroger se centró en mejorar la experiencia del cliente en su *marketplace* mejorando las ventas *online* de la compañía en el año fiscal 2018 en un 58%.

En 2018, Kroger se asoció con Walgreens a fin de aumentar la escala en las compras para mejorar ambas cadenas de suministros y bajar costos. Walgreens comenzó a vender productos de Kroger, entre ellos su marca de alimentos orgánicos de marca Simple Truth y también, como parte de la asociación, los clientes recogen sus pedidos *online* del supermercado en los locales de la farmacéutica.

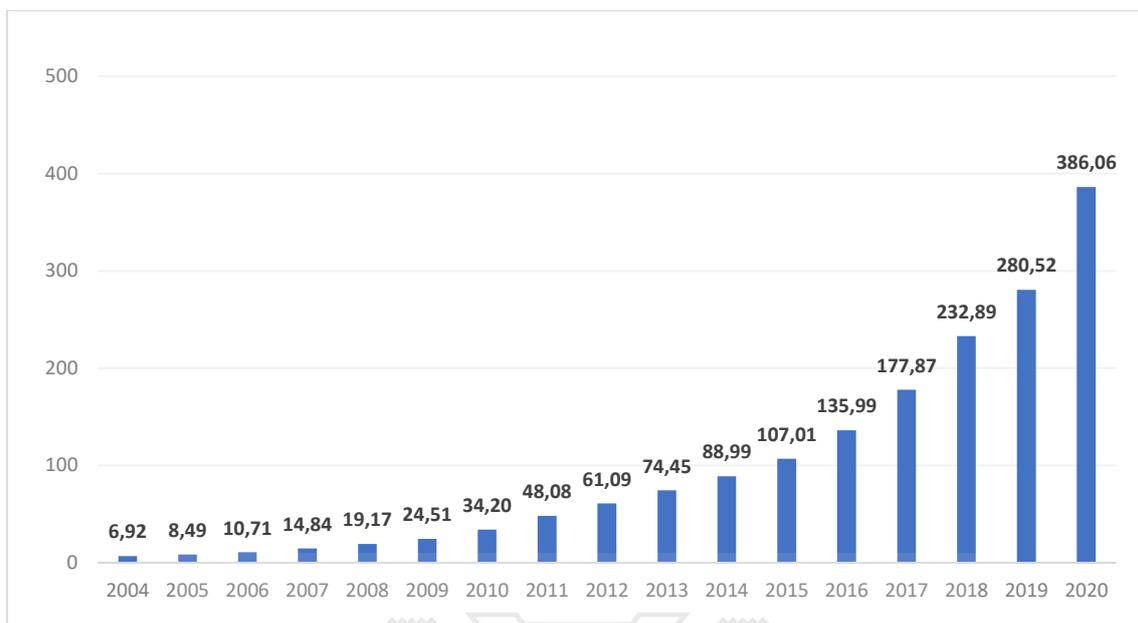
Dentro del rubro supermercados la empresa Costco, que es una cadena de supermercados exclusivo para miembros que opera en 8 países, compite en el mismo segmento que Sam's Club. Posee 795 locales en todo el mundo, 558 de ellos en los Estados Unidos y Puerto Rico. Al vender en grandes cantidades suele atraer a clientes de un nivel de poder adquisitivo un poco más alto que su competencia directa.

También, hay otras cadenas como Publix, una cadena de almacenes con 1239 tiendas en los Estados Unidos, la mayoría de ellas, 831, en el estado de La Florida. Apuntan a un cliente que busca mayor calidad en sus alimentos, no compite tan directamente con Walmart.

En los últimos años, Walmart comenzó a competir con Amazon por la cuota de mercado, su presencia a través del *e-Commerce* empezó a tener un efecto importante en el sector. Amazon es hoy, según el ranking Fortune 500 del año 2020, la segunda empresa más grande a nivel global medida por ventas, justo detrás del Walmart, pero es la compañía más grande del mundo de venta *online*, creciendo rápidamente en ventas año tras año y causando un fuerte impacto en la industria, obligando a sus competidores a reaccionar mejorando sus *marketplace* y servicios de envíos para mantenerse competitivos.

En el gráfico a continuación podemos ver el crecimiento exponencial al alza que tuvo Amazon, especialmente en los últimos años, llegando a tener un volumen en el año 2020 por encima de los 385.000 millones de dólares.

Gráfico 26. Evolución de las ventas de Amazon a través de los años (expresado en miles de millones de dólares)

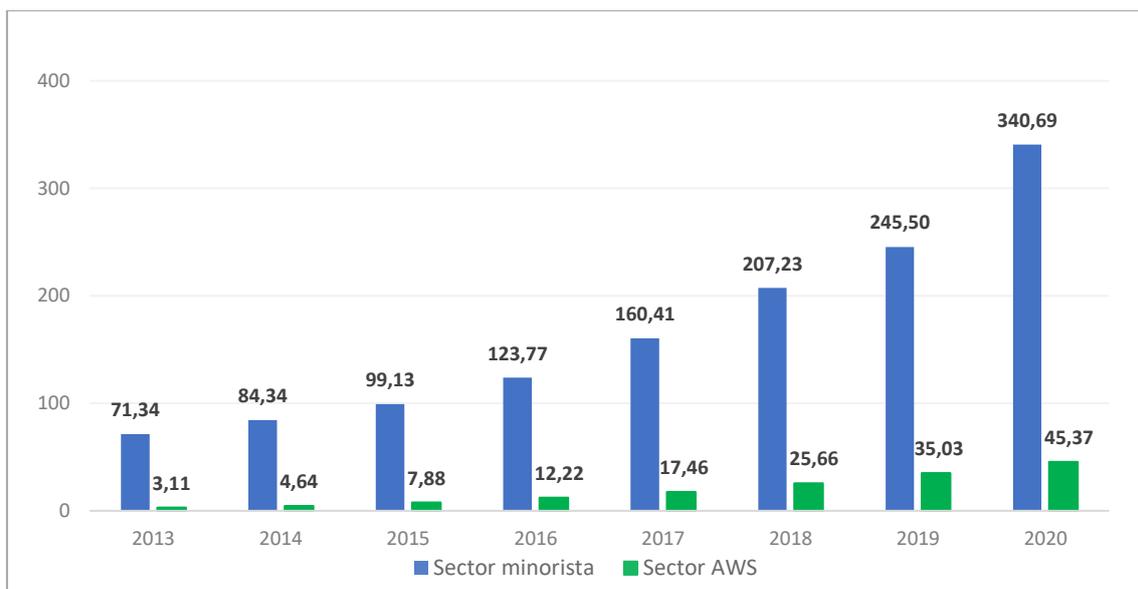


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista

Amazon tiene dos unidades de negocios bien diferenciadas, el negocio minorista y los servicios de *web*, por el cual vende almacenamiento y procesamiento de datos a otras empresas. Esta última unidad de negocios, donde compete con Microsoft entre otras empresas, es la más reciente, siendo lanzada en el año 2006, y es la más rentable en la compañía. En el sector minorista, la empresa ha demostrado un CAGR de ventas de 19,89% en los últimos 5 años.

En el siguiente gráfico veremos las ventas de la empresa por unidad de negocios en los últimos años.

Gráfico 27. Evolución de las ventas de Amazon por unidad de negocios entre los años 2013 y 2020 (expresado en miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de los 10k de Amazon

Casi dos tercios de sus ventas totales fueron generadas en Norteamérica, el resto de estas se realizaron en el sector internacional, como lo muestra el gráfico siguiente.

Gráfico 28. Evolución de las ventas de Amazon a través de los años por región (expresado en miles de millones de dólares)



Fuente: Statista

Amazon, compró en 2017 la cadena de supermercados Whole Foods, una marca confiable por la calidad de los alimentos para sus clientes. Con Whole Foods, Amazon avanza en las grandes tiendas físicas de alimentos en las principales ciudades en los Estados Unidos. En 2020, Amazon puso en marcha un nuevo servicio tanto *online* como *offline*: Amazon Fresh. Físicamente hoy sólo posee 9 tiendas en 2 estados.

Amazon ambiciona que cualquier producto pueda ser comprado a través de su *marketplace* y el servicio de Amazon Fresh ofrece entregas en dos horas en los domicilios de los compradores. Esto genera mucha presión para sus competidores y varios minoristas están tratando de reacomodarse.

Este último negocio se sumaría a los otros que ya tiene Amazon en el sector alimentos, como Amazon Go, los primeros almacenes en los cuales no se necesita cajeros donde el cliente compra físicamente en la tienda y paga conectado desde la aplicación, y Prime Now, un servicio por el cual se pueden obtener productos de almacén en el mismo día, pero también productos de electrónica y hasta juguetes, exclusivo con la membresía Prime. Puesto que más del 50% de las ventas de Walmart son alimentos, Amazon está aumentando la presión sobre su competencia en este segmento.

Como respuesta a este avance, Walmart se comprometió a profundizar su estrategia *online* mejorando su sitio de ventas *web*, comprando diferentes marcas exclusivas de productos para ampliar su *marketplace* y con la compra de sitios *online* por fuera de los Estados Unidos para aumentar su presencia a nivel mundial.

#### 4.3 Ventajas competitivas

Desde sus comienzos, Walmart basó su estrategia de precios bajos en una economía de escala local al comenzar abriendo primero tiendas cercanas a Bentonville, el centro de oficinas administrativo y de este modo, se iba expandiendo desde las fronteras de su territorio hacia afuera, abriendo tiendas y centros de distribución gradualmente y consolidando primero su posición competitiva en la zona. Así, Walmart logró mayor densidad de clientes en su región de influencia que sus competidores, sus centros de distribución nunca estaban lejos de las tiendas y un mismo camión podía abastecer a varias de ellas.

El tener alta concentración de tiendas en la misma región también le permitió ahorrar en publicidad, puesto que la misma publicidad en cualquier medio se aprovechaba para la venta en mayor cantidad de locales que su competencia. Esta alta concentración a su vez les permitió a sus ejecutivos estar más tiempo presente en cada tienda que viajando para supervisar la misma cantidad de locales si estos estuvieran más dispersos entre ellos. Walmart logró así más eficiencia en el uso de los recursos y ser más eficaz en los gastos al disminuir los costos fijos por

unidad gracias a su mayor penetración por región, obteniendo un mayor retorno sobre el capital posibilitándole bajar los precios aún más que a su competencia.

Una de las 10 reglas de Walmart al trabajar dirigidas a lograr una visión estratégica en la cultura de la empresa, la número 9, dice: *“Controla tus gastos mejor que tu competencia”*, puesto que si un negocio maneja ineficientemente sus operaciones puede ser eliminado por la competencia aun siendo un buen negocio.

El tener escala en la región le permitió generar ahorros en logística, en publicidad y en gastos de supervisión, logrando un margen operativo superior a su competencia, imponiéndose al vender a precios más bajos. Al tener un margen operativo superior, aceleró su rápida expansión en los primeros años y creó una ventaja competitiva sostenible en el tiempo.

De la misma manera, Walmart tuvo exceso de retorno del capital sobre las ventas respecto de su competencia, incluso cuando era una compañía más pequeña que Kmart, con retornos increíbles en los años 80's para luego estabilizarse con retornos buenos, pero no tan excepcionales durante los años 90's.

Walmart no tuvo una fórmula secreta en su modo de operar y, aun así, durante años la competencia tradicional no pudo imitar a esta empresa y no ha logrado desplazarla de su posición dominante hasta el presente como el minorista de tiendas físicas más grande del mundo y con una posición competitiva aún más importante en economías de escala. Esto le ha dado poder de negociación con los proveedores por los volúmenes de compras que maneja. También, es líder en costos al mantener una eficiente gestión de operaciones a lo largo de toda la cadena de suministros. Todo esto actúa como una barrera de entrada a los potenciales competidores dejándolos fuera de competencia por los precios, en especial en los Estados Unidos y en los países donde tiene mayor presencia.

Todas estas ventajas competitivas de Walmart han demostrado ser sustentables históricamente en el tiempo con la competencia tradicional de empresas minoristas con tiendas físicas. Sin embargo, el crecimiento de Amazon y su irrupción en escena como el mayor minorista de venta *online* del mundo ha cambiado la posición dominante de Walmart. Amazon cuenta con economías de escala con centros de distribución en todo el país, permitiéndole competir en precios con Walmart, debilitando la ventaja competitiva que la empresa había ostentado por tantos años, pero también modificó la forma de consumir, cambiando los modelos de negocio clásicos para siempre.

## 5. Análisis financiero

El siguiente análisis los años indicados sobre los cuales se construyen los diferentes ratios y a los que se hacen referencia son años fiscales.

## 5.1 Ratios de rentabilidad

En la siguiente tabla se presenta la evolución de los últimos 5 años de los siguientes ratios de rentabilidad de la empresa y el gráfico correspondiente a modo de resumen:

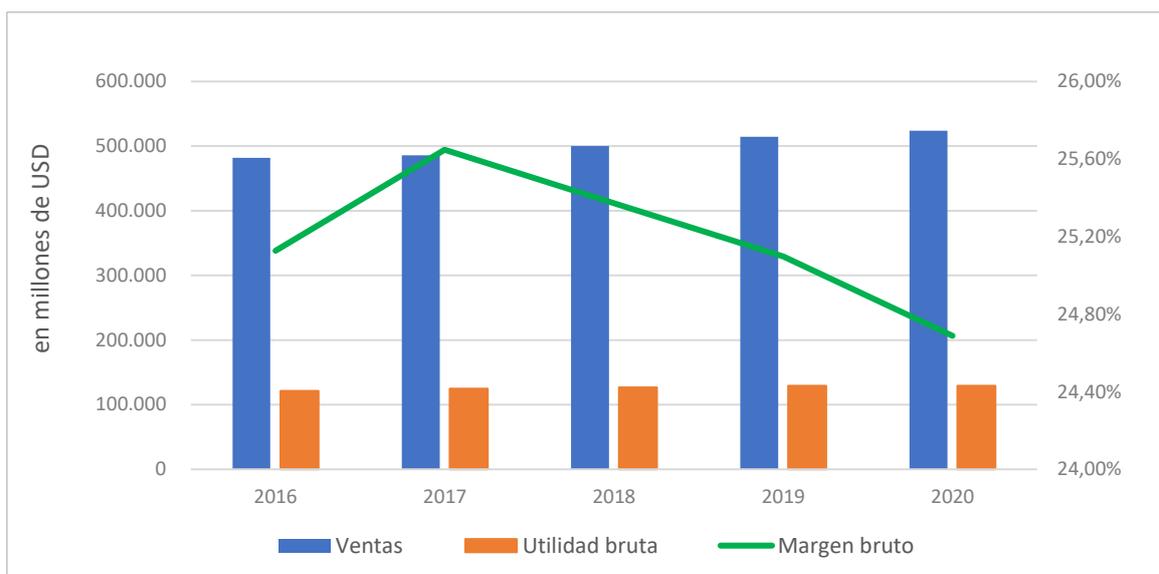
Tabla 7. Ratios de rentabilidad

	2016	2017	2018	2019	2020	Tendencia
<b>Margen Bruto</b>	25,13%	25,65%	25,37%	25,10%	24,69%	
<b>Margen EBITDA</b>	6,96%	6,76%	6,19%	6,34%	6,02%	
<b>Margen Operativo</b>	5,00%	4,69%	4,08%	4,27%	3,93%	
<b>Margen Neto</b>	3,05%	2,81%	1,97%	1,30%	2,84%	
<b>ROE</b>	17,57%	16,94%	12,20%	8,38%	18,25%	
<b>ROA</b>	12,08%	11,45%	9,99%	10,01%	8,70%	
<b>Gastos totales / Ventas</b>	20,13%	20,96%	21,29%	20,83%	20,76%	
<b>Crecimiento de Ventas anual</b>	-0,73%	0,78%	2,98%	2,81%	1,86%	

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10 k de Walmart Inc.

El margen bruto indica el porcentaje de las ventas que queda disponible para cubrir gastos operativos y de otro tipo en la empresa. Este indicador ha ido ligeramente desmejorando desde el año 2018 puesto que los costos crecieron un poco más que las ventas en este período. Las causas de esto para el año fiscal 2020 fueron debido a una “inversión en precios”, frase que en esta industria significa aceptar márgenes menores para continuar siendo competitivos, respecto del segmento Walmart U.S.; y debido a la inversión en Flipkart en el segmento de Walmart International, compensados por un mejor mezcla de productos, la oferta de marcas privadas que proveen cierta fortaleza al mix y menores gastos de transporte. Para el año fiscal 2019 la baja del indicador se debió a los efectos por el cambio en la mezcla de productos debido al comercio electrónico, la adquisición de Flipkart en Walmart International y el aumento en los costos de transporte.

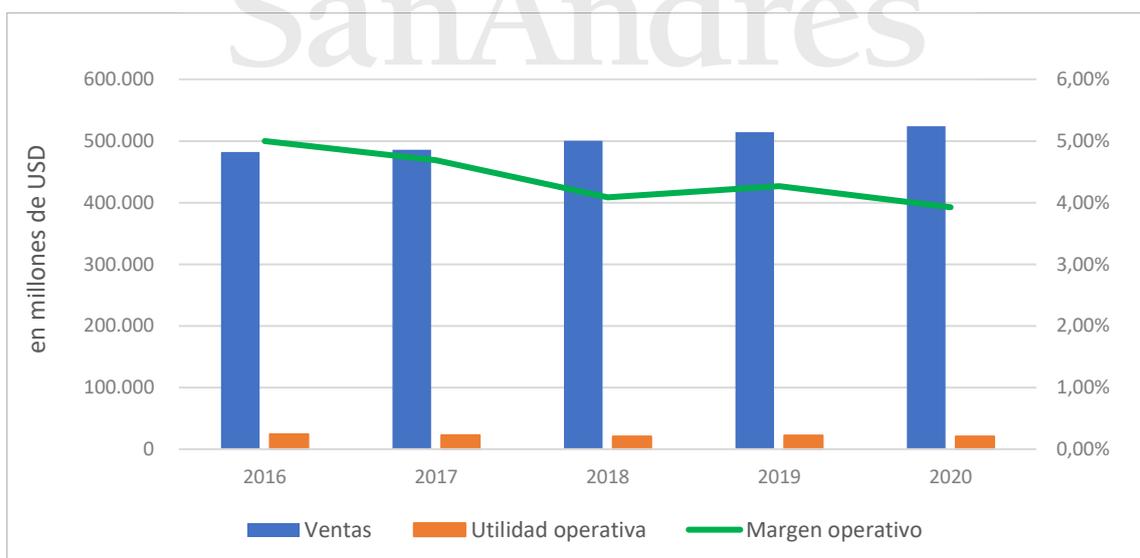
Gráfico 29. Evolución del margen bruto, ventas y utilidad bruta



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El margen operativo es el porcentaje de las ventas que representa el margen del negocio antes de intereses, gastos extraordinarios e impuestos, es decir, se obtiene haciendo el cociente de EBIT y Ventas y multiplicando por 100. Este indicador cae lentamente desde 2016, recuperando un poco en 2019 para caer nuevamente en 2020.

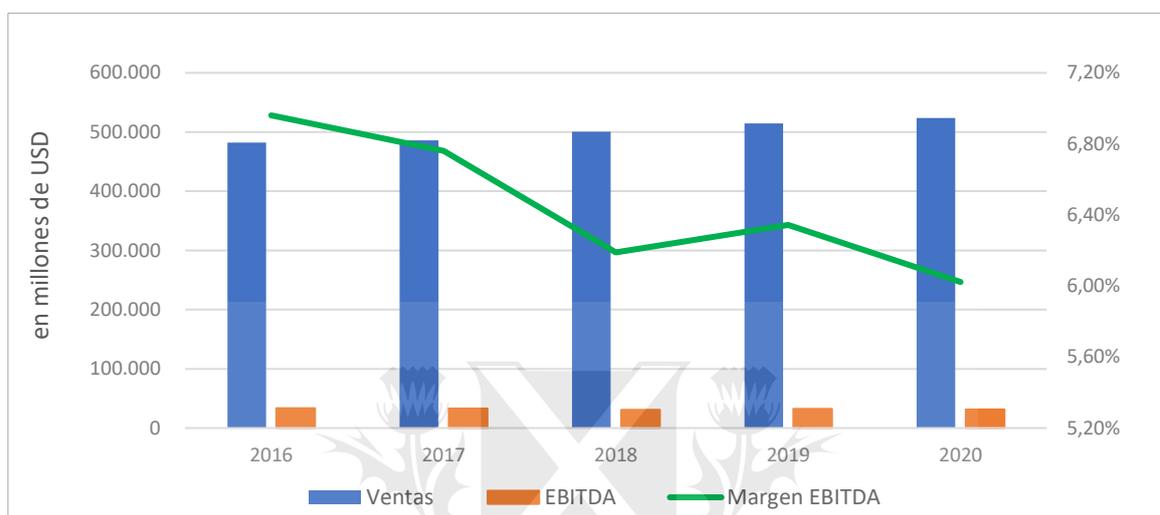
Gráfico 30. Evolución del margen operativo, ventas y utilidad operativa



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El EBITDA se utiliza como una aproximación al flujo de fondos operativo de la empresa y el margen EBITDA, que permite ver la relación de este indicador con las ventas, cae ligeramente desde el año 2016 para recuperar un poco en 2019 y caer nuevamente en 2020. Esto se debe a la disminución del EBITDA y el crecimiento en las ventas.

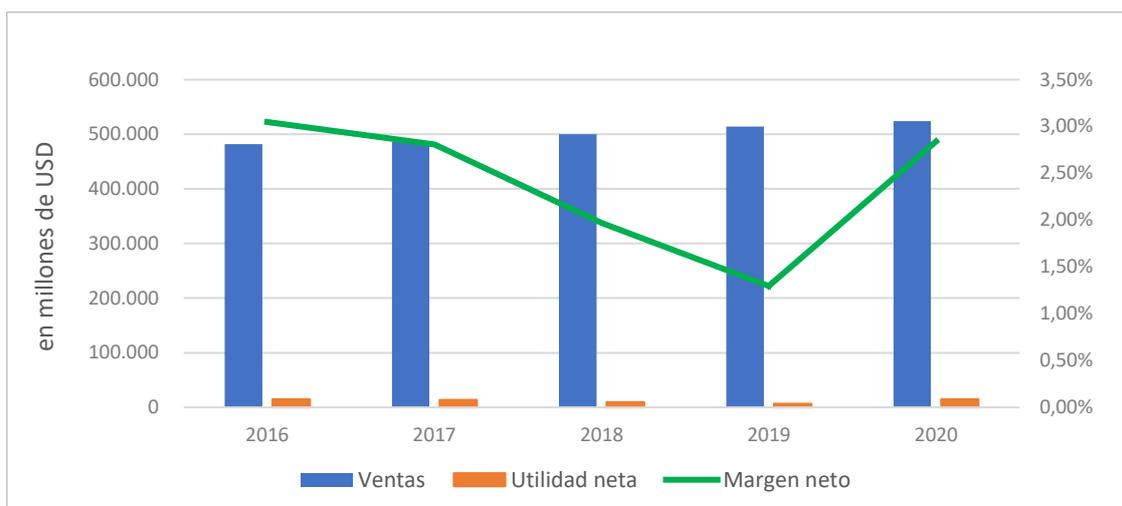
Gráfico 31. Evolución del margen EBITDA, ventas y EBITDA



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El margen neto representa la utilidad para los accionistas por cada dólar de venta realizado. Este indicador cae durante los años 2018 y 2019 debido a pérdidas extraordinarias asumidas en estos ejercicios, para recuperar en 2020. En 2019 se debió a una pérdida relacionada con la venta de la participación mayoritaria en Walmart Brasil y por una disminución del valor de mercado de JD.com, mientras que en 2018 los resultados incluyeron una pérdida por primas pagadas por extinción anticipada de una deuda.

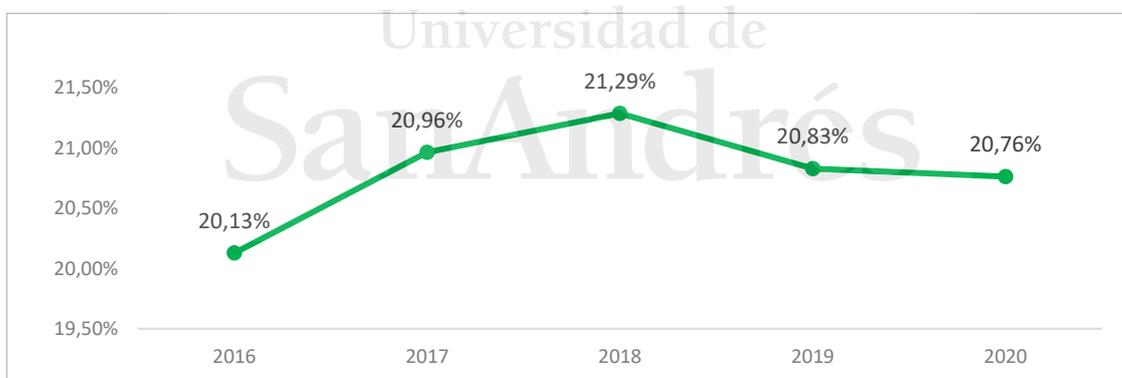
Gráfico 32. Evolución del margen neto, ventas y utilidad neta



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

En el siguiente gráfico podemos observar que se mantuvo la relación del ratio Gastos totales/Ventas durante este período y que incluso la empresa logró mejorar este indicador en los últimos 2 años gracias a su política de controlar exhaustivamente estos gastos.

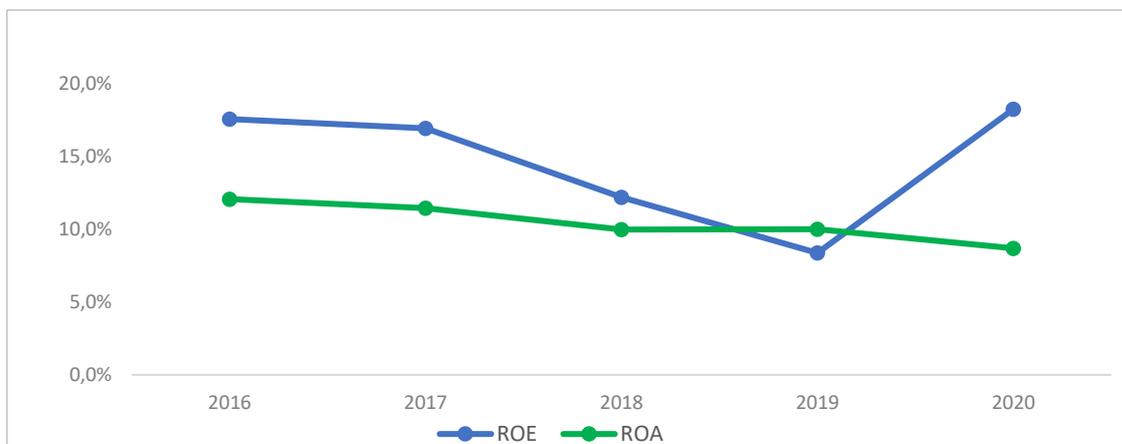
Gráfico 33. Evolución del ratio Gastos totales / Ventas



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

En el siguiente gráfico veremos la evolución de los ratios ROE y ROA en los últimos 5 años:

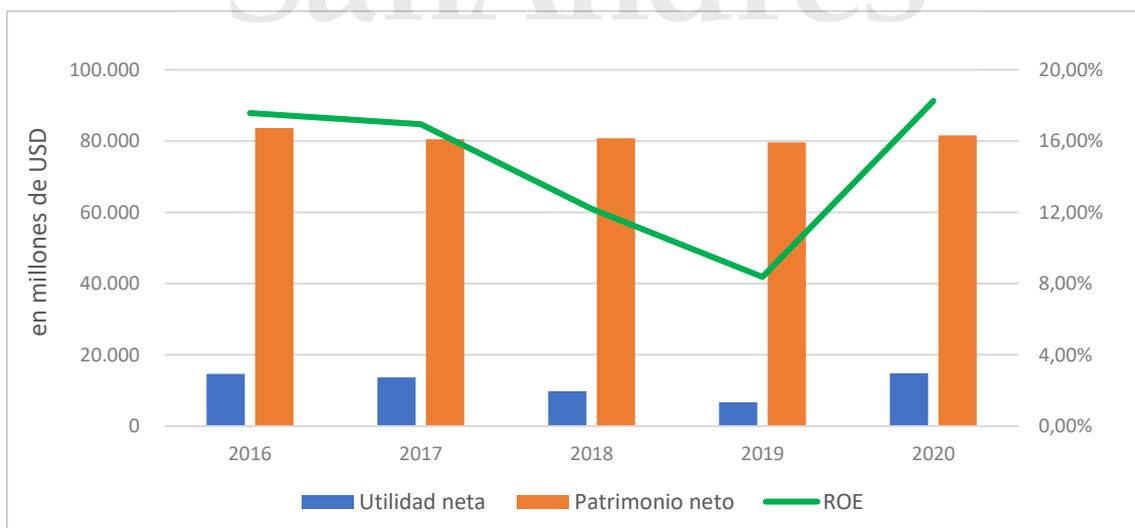
Gráfico 34. Evolución del ROE y ROA



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El ROE, retorno sobre el patrimonio neto por su sigla en inglés, ratio que se construye a partir del cociente de las utilidades netas con el patrimonio neto, se ha deteriorado desde 2017 hasta 2019 para mejorar superando los valores de los últimos 5 años. El deterioro del indicador durante los años 2018 y 2019 se debió mayormente a la importante caída en la utilidad neta por pérdidas extraordinarias, como se explicó anteriormente.

Gráfico 35. Evolución del ROE, utilidad neta y patrimonio neto



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Para entender cuáles son las fuentes que llevan al ROE a su valor actual, utilizaremos el sistema Dupont para desagregar los componentes en 3 partes y evaluar los rendimientos por separado. El mismo explica que un aumento en el ROE puede provenir de un aumento en el margen neto, por un aumento en la rentabilidad de la empresa; de la rotación de los activos, es decir, de un aumento en la eficiencia de sus operaciones; o de un incremento en su deuda, es decir, de su apalancamiento.

$$\begin{array}{ccc} \text{Rentabilidad} & * & \text{Rotación de activos} & * & \text{Apalancamiento} \\ \hline \frac{\text{Ganancias netas}}{\text{Ventas}} & * & \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}} & * & \frac{\text{Activos totales}}{\text{Patrimonio neto}} \end{array}$$

Ecuación 1: Descomposición de ROE por sistema Dupont

Así, como podemos apreciar en la tabla a continuación, el incremento en el ROE para 2020 se dio mayormente por el aumento del margen neto principalmente y por un ligero aumento en el apalancamiento que se vio compensado por una caída en la rotación del activo total.

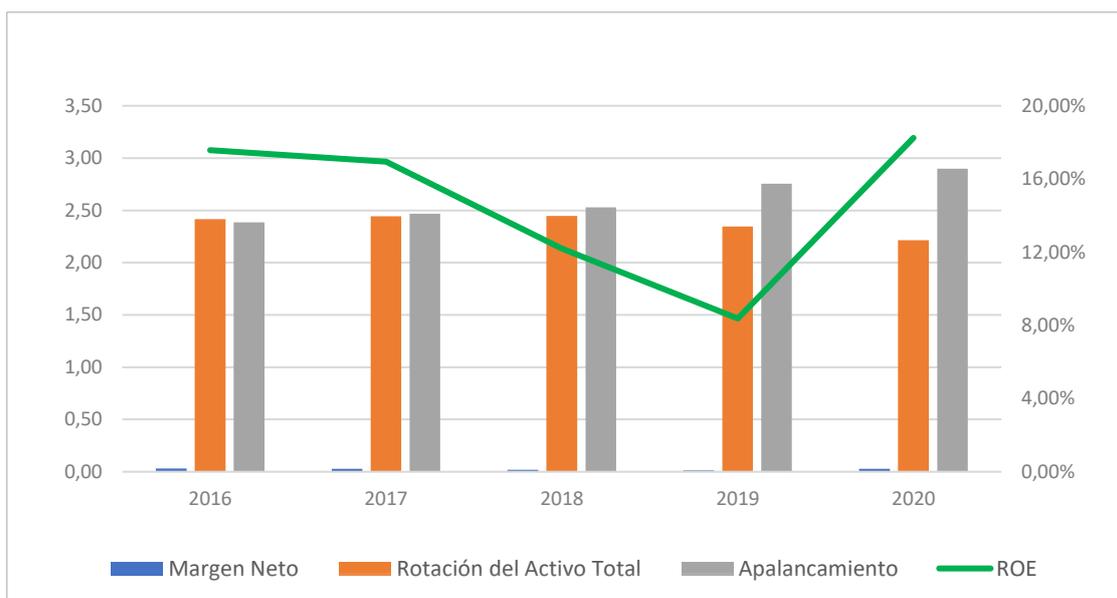
El margen neto cayó desde 2017 para en 2020 volver aproximadamente a su valor. En cuanto a al apalancamiento, durante 2019 la empresa recibió 15.900 millones de dólares de ingresos netos emitiendo deuda de largo plazo para financiar una parte del precio de compra de la empresa india Flipkart, incrementando sus pasivos.

Tabla 8. Descomposición del ROE por sistema Dupont

Construcción	2016		2017		2018		2019		2020	
Margen Neto	3,05%		2,81%		1,97%		1,30%		2,84%	
Rotación del Activo Total	2,42	<b>17,57%</b>	2,44	<b>16,94%</b>	2,45	<b>12,20%</b>	2,35	<b>8,38%</b>	2,22	<b>18,25%</b>
Apalancamiento	2,39		2,47		2,53		2,75		2,90	

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10 k de Walmart Inc.

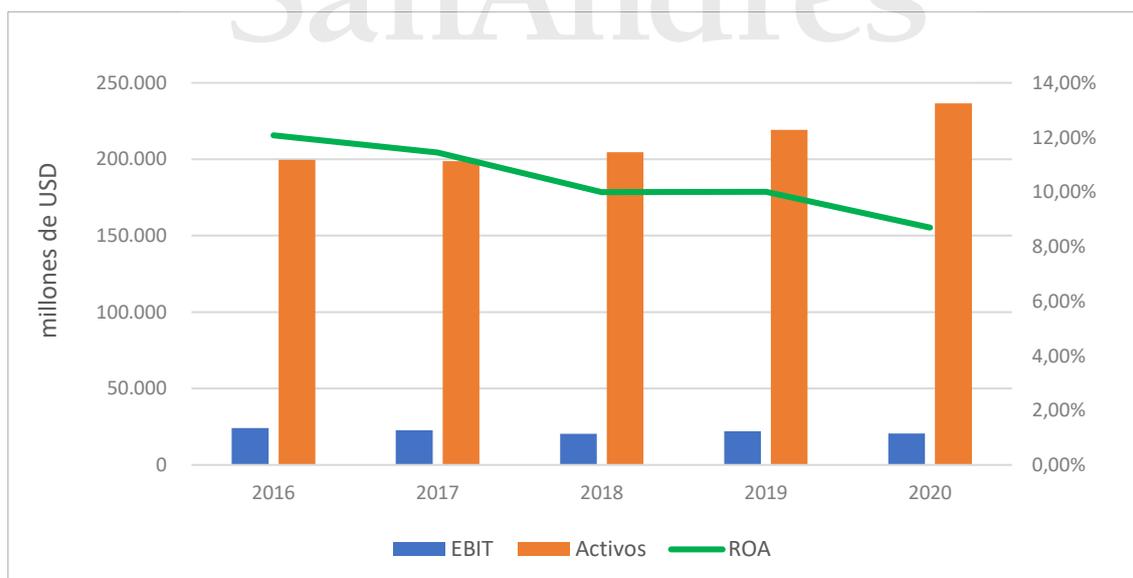
Gráfico 36. Evolución del ROE por descomposición Dupont



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El ROA, retorno sobre activos, es un indicador que relaciona el EBIT con los activos totales de la compañía y permite medir la eficiencia de la empresa para generar beneficios con sus propios recursos. Se muestra suavemente a la baja en los últimos 5 años, tanto por el incremento en los activos de la empresa como por la disminución de las ganancias operativas.

Gráfico 37. Evolución del ROA, EBIT y activos totales



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

## 5.2 Ratios de actividad

Los ratios de actividad nos permitirán entender cómo maneja el capital de trabajo la compañía. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los últimos 5 años de los siguientes ratios de actividad de la empresa y el gráfico de tendencia a modo de resumen:

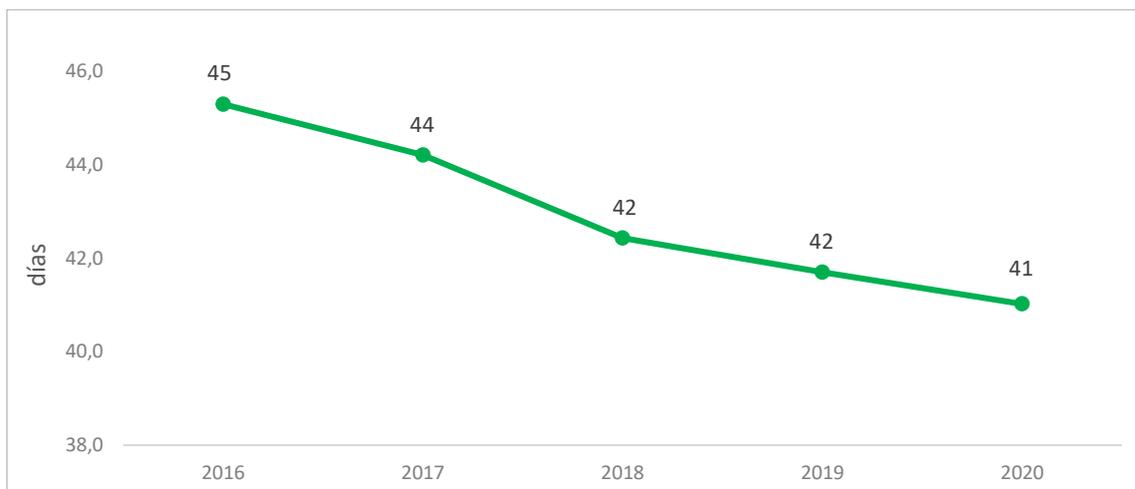
Tabla 9. Ratios de actividad

	2016	2017	2018	2019	2020	Tendencia
<b>Rotación del Activo Total</b>	2,42	2,44	2,45	2,35	2,22	
<b>Rotación del Activo Corriente</b>	8,00	8,42	8,39	8,31	8,48	
<b>Rotación del Activo No Corriente</b>	3,46	3,44	3,45	3,27	3,00	
<b>Días de Rotación del Activo Total</b>	151,09	149,36	149,20	155,60	164,75	
<b>Rotación de Inventarios</b>	8,06	8,26	8,60	8,75	8,90	
<b>Días de Inventario</b>	45,30	44,21	42,44	41,71	41,02	
<b>Rotación de Cuentas por Cobrar</b>	77,75	84,80	87,40	86,48	83,39	
<b>Días de Cuentas por Cobrar</b>	4,69	4,30	4,18	4,22	4,38	
<b>Días de Cuentas a Pagar</b>	38,99	42,03	44,97	44,52	43,43	
<b>Gestión de Cuentas por Cobrar y a Pagar</b>	0,12	0,10	0,09	0,09	0,10	
<b>Días de Ciclo de Caja</b>	11,01	6,49	1,65	1,40	1,97	

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10 k de Walmart Inc.

Los días de inventario se calculan realizando el cociente entre el valor de los inventarios y el costo de la mercadería vendida multiplicado por los 365 días.

Gráfico 38. Evolución de los días de inventario

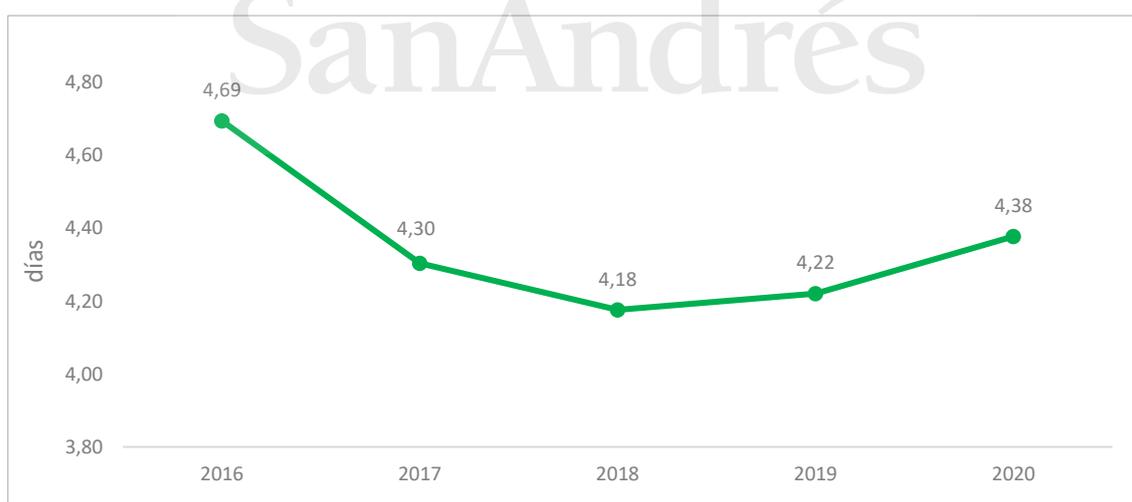


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Se puede afirmar que la empresa ha estado reduciendo ligera pero sostenidamente los días en que el inventario permanece inmovilizado. En el año 2020 cada 41 días el inventario completo se transformó en dinero para Walmart.

El siguiente indicador se calcula dividiendo el promedio del valor de las cuentas por cobrar con las ventas y multiplicándolo por 365 días.

Gráfico 39. Evolución de los días de cuentas por cobrar

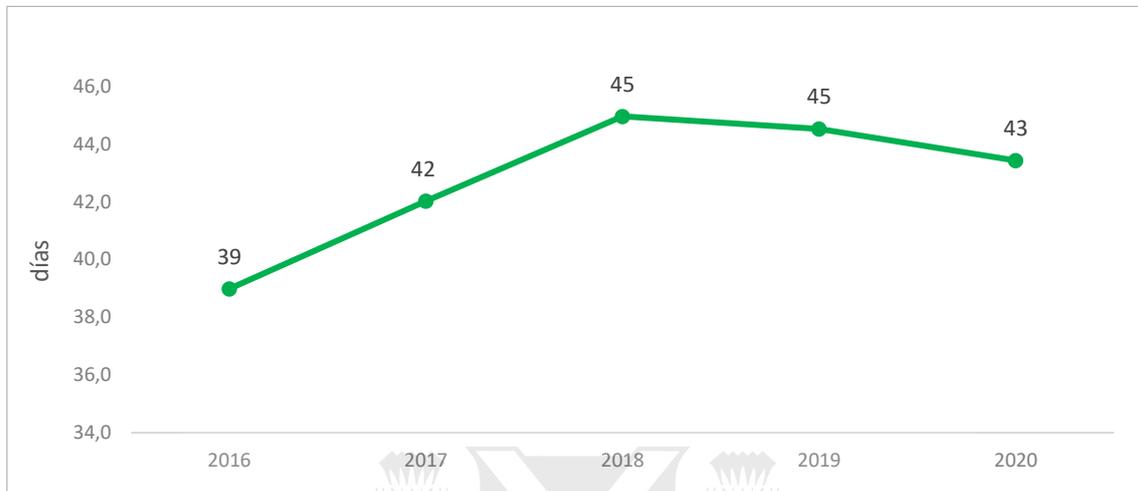


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Walmart pudo transformar en efectivo sus cuentas por cobrar cada 4,38 días en promedio durante el año 2020. Días y montos escasos de cuentas por cobrar es típico del sector minorista.

El siguiente indicador, días de cuentas a pagar, se calcula como el cociente de las deudas a proveedores y las compras del año por 365 días.

Gráfico 40. Evolución de los días de cuentas por pagar

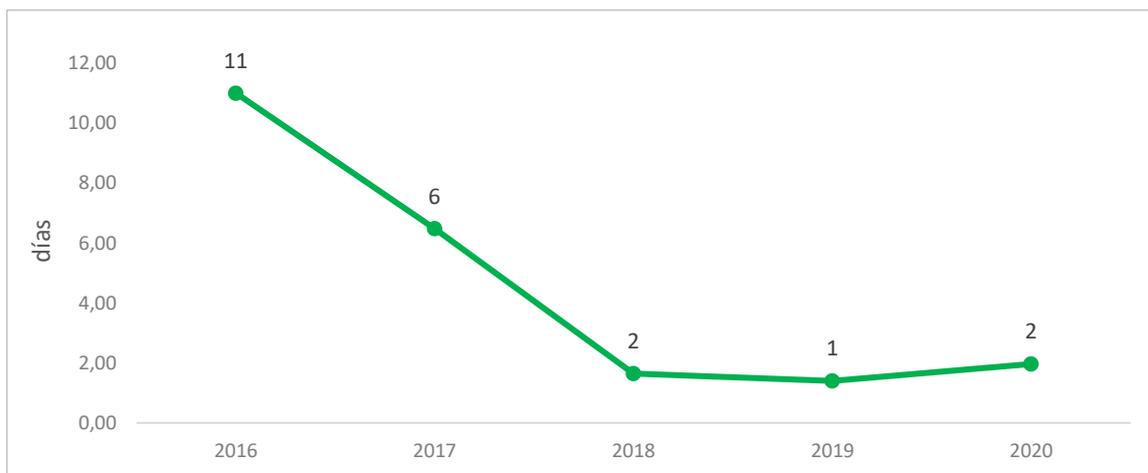


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Cuanto mayor sea este número más está difiriendo el pago de sus obligaciones comerciales, obteniendo un mayor financiamiento. En el gráfico se puede apreciar que la empresa fue extendiendo los días de pago a sus proveedores, mejorando la gestión de sus recursos.

El indicador que se puede ver en el siguiente gráfico, días de ciclo de caja, muestra en cuántos días luego de la inversión inicial o gasto en inventarios la compañía recupera su dinero, siendo un indicador de la eficiencia en la gestión. Se calcula como la suma de los días de inventario y los días de cobro de cuentas por cobrar menos los días de pago de cuentas a pagar.

Gráfico 41. Evolución de los días de ciclo de caja



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Este ratio es importante puesto que muestra con cuánta rapidez la compañía puede hacerse de dinero para enfrentar sus deudas de corto plazo. En los últimos años la empresa ha mejorado fuertemente su ciclo de caja, llegando a ser de 2 días en el año 2020.

### 5.3 Ratios crediticios

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los últimos 5 años de los siguientes ratios crediticios de la empresa y el gráfico correspondiente a modo de resumen:

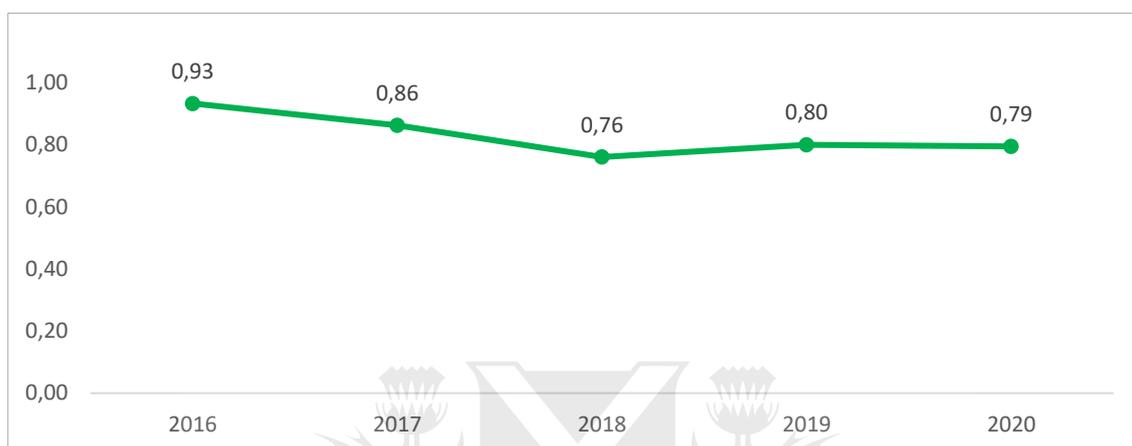
Tabla 10. Ratios crediticios

	2016	2017	2018	2019	2020	Tendencia
<b>Indice de Solvencia</b>	1,72	1,68	1,65	1,57	1,53	
<b>Indice de Liquidez Corriente</b>	0,93	0,86	0,76	0,80	0,79	
<b>Indice de Liquidez Seca</b>	0,24	0,22	0,20	0,23	0,22	
<b>Indice de Liquidez de Caja</b>	0,13	0,10	0,09	0,10	0,12	
<b>EBITDA / Intereses Financieros</b>	13,17	13,88	13,29	13,91	12,14	
<b>Deuda / EBITDA</b>	1,22	1,17	1,09	1,39	1,56	
<b>Estructura de Capital</b>	1,39	1,47	1,53	1,75	1,90	

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El siguiente indicador, el índice de liquidez corriente, nos muestra que porcentaje de los pasivos corrientes de la empresa están cubiertos con activos corrientes de rápida realización. En este caso y debido a la naturaleza del negocio de Walmart con un ciclo de caja corto, la evolución de este índice es adecuada.

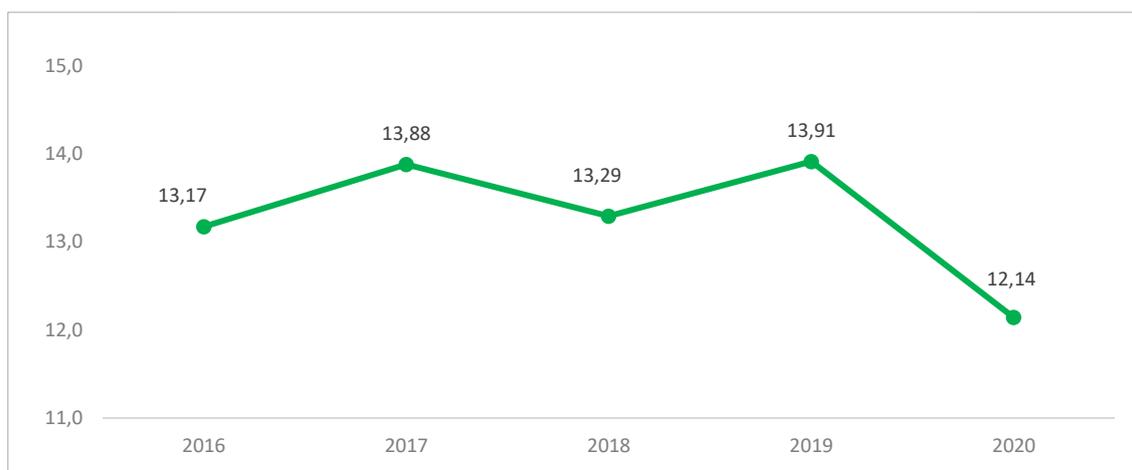
Gráfico 42. Evolución del índice de liquidez corriente



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El ratio EBITDA/Intereses financieros indica la cantidad de veces que los intereses se encuentran cubiertos con EBITDA, permiten medir la capacidad de pago de los mismos con las ganancias generadas por la empresa.

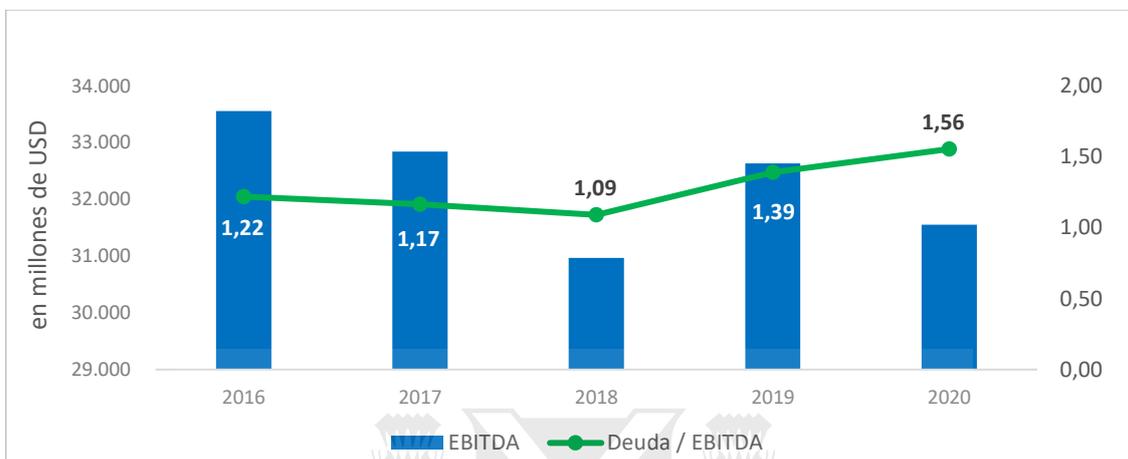
Gráfico 43. Evolución del ratio EBITDA / Intereses financieros



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El ratio Deuda/EBITDA, mide la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones. Muestra cuántos años necesitaría la empresa para pagar su deuda total en cantidad del EBITDA. En estos valores, Walmart tiene capacidad de pago de la deuda.

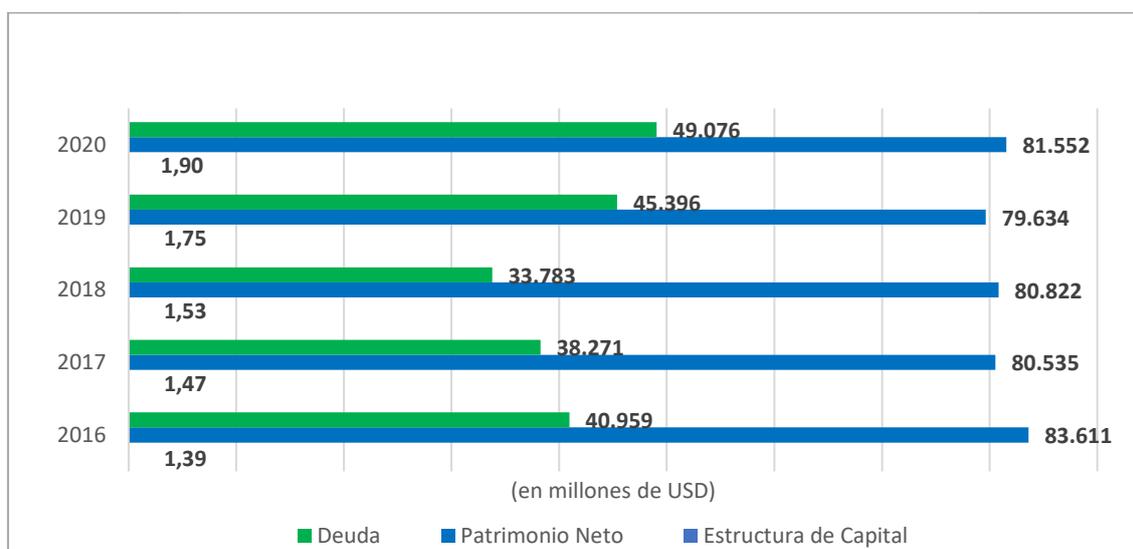
Gráfico 44. Evolución del ratio Deuda / EBITDA y evolución del EBITDA



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

El indicador estructura de capital, mide la relación entre el pasivo y el patrimonio neto midiendo la solvencia de la empresa en el largo plazo. Muestra la relación entre la proporción de la empresa que es financiada por terceros y la que es financiada con capital propio. Cuanto más grande sea el indicador de esta relación, la empresa se encuentra más apalancada.

Gráfico 45. Evolución de la estructura de capital



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

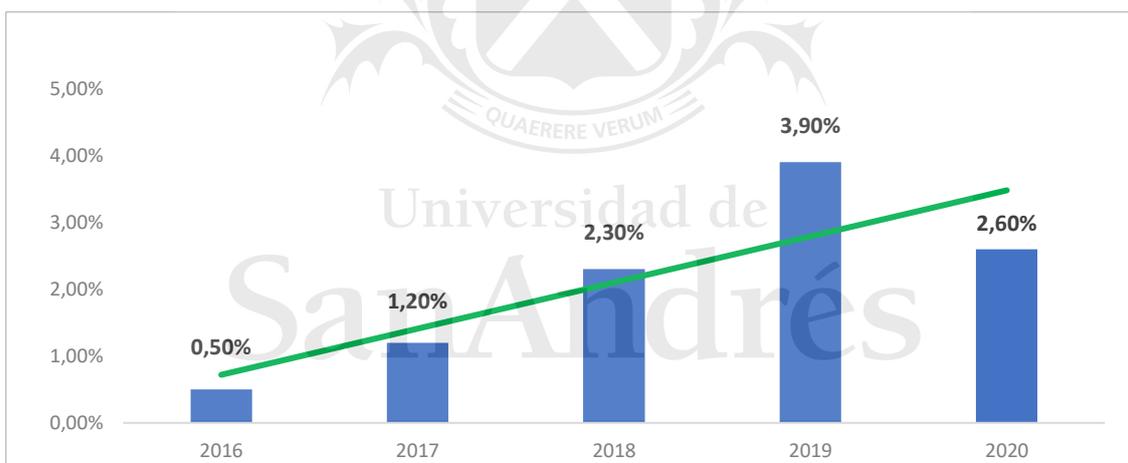
## 5.4 Ratios de la industria

### Same Store Sales

Es una medida muy usada en el sector que compara las ventas operadas en un determinado período contra otro (por lo general una misma temporada o mismo trimestre), en los mismos locales y se expresa como porcentaje. Permite distinguir entre el crecimiento de las ventas que provienen por invertir, abriendo nuevas tiendas, del crecimiento orgánico por mejora en las operaciones con los locales existentes.

Para este cálculo, se excluyen las tiendas nuevas y quitan las que han cerrado. En el caso concreto de Walmart, la empresa realiza el cálculo concretamente sobre locales que se hayan mantenido abiertos durante los 12 meses previos y no toma locales en los que hayan hecho reformas mayores al 5% en espacio físico. Se incluyen las ventas por *e-Commerce* a la vez que no se incluyen las que provienen de adquisiciones dentro de los últimos 12 meses.

Gráfico 46. Evolución del indicador Same Store Sales



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del reporte de Walmart Inc.

Si bien durante el año fiscal 2020 para los segmentos Walmart US y Sam's Club el indicador fue de 2,6%, cayendo desde el año anterior, durante el primer trimestre del año fiscal que termina el 31 de enero de 2021 arrojó un crecimiento con un valor de 9,7% para todo Estados Unidos.

Tabla 11. Same Store Sales en el segmento Walmart US y Sam's Club por trimestre para cada trimestre del año fiscal 2020 y el primero del año fiscal 2021

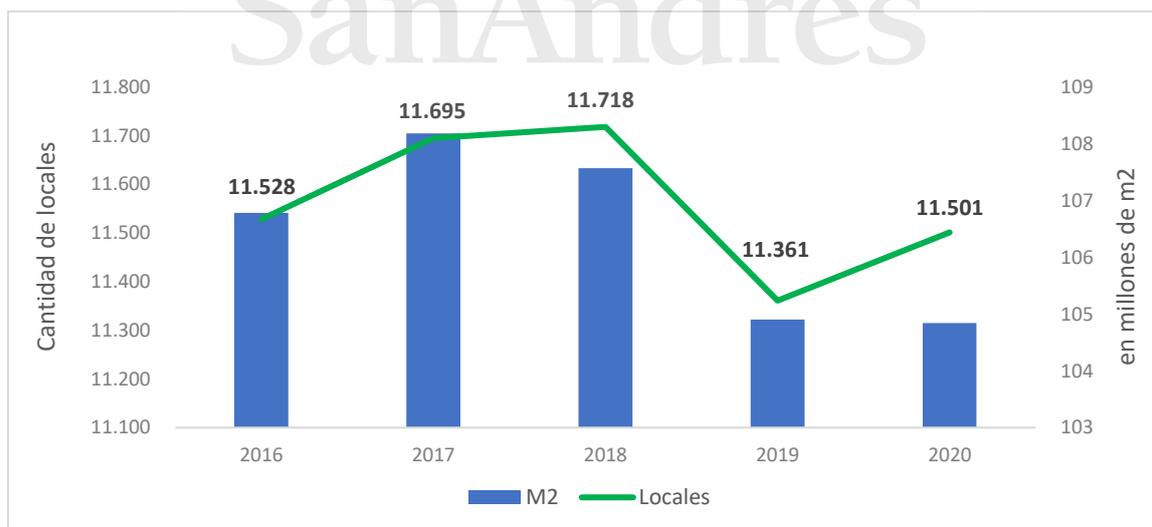
	Walmart U.S.	Sam's Club	Total EEUU
<b>Q1</b>	3,4%	1,1%	3%
<b>Q2</b>	2,8%	1,8%	2,6%
<b>Q3</b>	3,1%	0,8%	2,8%
<b>Q4</b>	2%	2,2%	2%
<b>2020</b>	2,8%	1,5%	2,6%
<b>Q1 2021</b>	9,9%	8,5%	9,7%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del reporte de Walmart Inc.

### Número de locales y metros cuadrados

Walmart comenzó a enfocarse en la fortaleza de los *supercenters* y de los mercados de barrio, los que su gestión considera que tienen el tamaño óptimo para el lugar en donde se ubican, cerrando algunos formatos como Walmart Express durante los últimos años. También, la compañía espera que el crecimiento del *e-Commerce* y la fuerte incursión por parte de los clientes en las modalidades *PickUp* y de envíos continúen más allá de la pandemia, para lo cual espera ir convirtiendo en el futuro algunas tiendas o parte de ellas en centros de distribución.

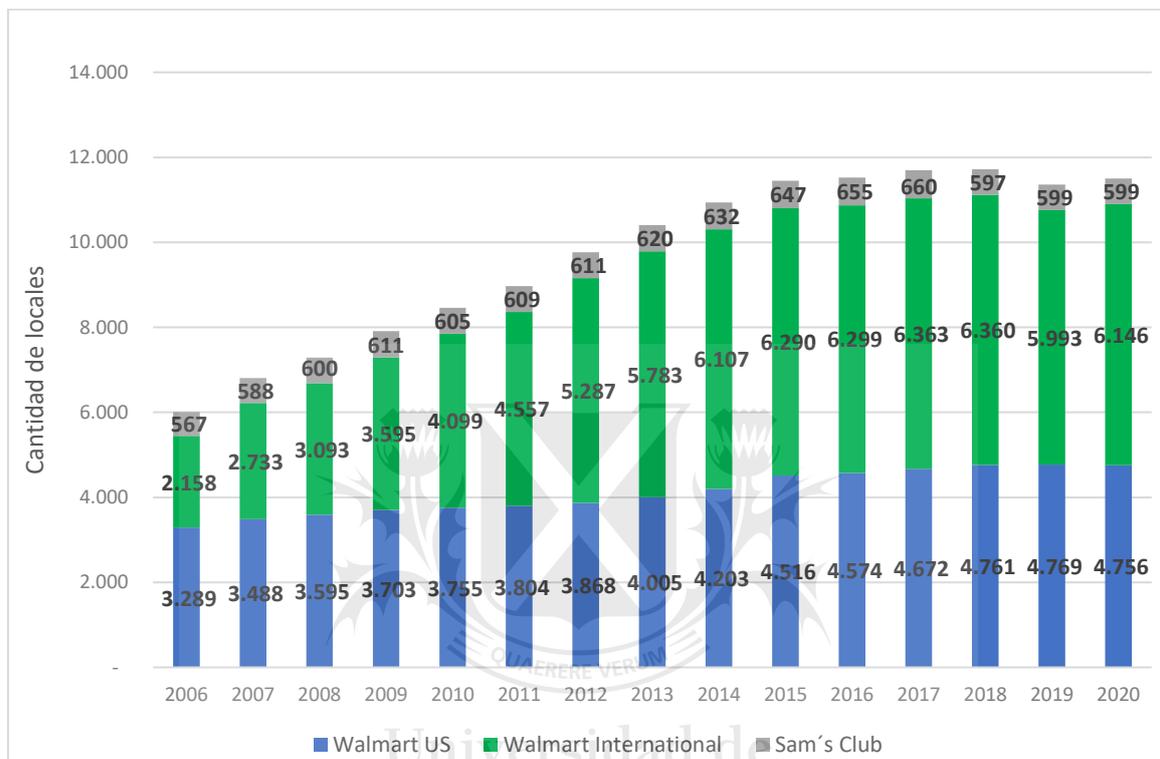
Gráfico 47. Cantidad de locales y metros cuadrados totales entre los años 2016 y 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del reporte de Walmart Inc.

A nivel internacional en los últimos años, Walmart ha cerrado sus locales en Brasil en el año fiscal 2019 luego de años de pérdida de rentabilidad del negocio en ese país, para continuar invirtiendo en otros con mayor potencial en el largo plazo.

Gráfico 48. Cantidad de locales por segmento entre los años 2006 y 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista

La evolución de las ventas por metro cuadrado y por local se ven al alza para el período considerado, con lo cual podemos ver que la empresa mejoró su eficiencia en el uso de los recursos propios, mejorando su rentabilidad.

Tabla 12. Evolución de las ventas por metro cuadrado y por local

	2016	2017	2018	2019	2020	Tendencia
<b>Ventas por m2 (USD)</b>	4.515,07	4.491,36	4.651,36	4.903,61	4.997,68	<b>ALZA</b>
<b>Ventas por local (USD millones)</b>	41,82	41,55	42,70	45,28	45,56	<b>ALZA</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del reporte de Walmart Inc.

## 5.5 Comparación con la competencia

A los fines de este trabajo se han comparado los ratios de Walmart con Target, Kroger y la industria y se han incluido los ratios de la empresa Amazon de su unidad de negocios minorista únicamente cuando se ha encontrado los datos necesarios para su construcción segregados del total en el balance.

Tabla 13. Ratios de rentabilidad y actividad comparados con la competencia y el promedio de la industria (de Amazon sólo se ha incluido datos respecto de la unidad de negocios minorista)

	Walmart	Target	Kroger	Amazon	Industria
<b>Ratios de rentabilidad</b>					
Margen neto	2,84%	4,20%	1,34%	-	1,80%
Margen EBITDA	6,02%	9,30%	4,53%	-	4,90%
Margen operativo	3,93%	5,96%	1,84%	2,18%	3,40%
<b>Ratios de actividad</b>					
Rotación del activo corriente	8,48	6,05	11,23	-	2,29
Días de rotación del activo total	164,75	199,90	135,08	-	159,39
Rotación de inventarios	8,90	6,10	13,45	-	10
Días de rotación de inventarios	41,02	59,82	27,13	-	36,6
Días de ciclo de caja	1,97	-0,56	7,97	-	18,8

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10 k de Walmart Inc., Kroger y Target

Como se puede apreciar en el cuadro, Walmart cuenta con márgenes por encima del promedio de la industria, por debajo de Target, pero por encima de Kroger. Su margen operativo también es superior al de Amazon en sus operaciones como minorista. En cuanto a los ratios de actividad, los días de ciclo de caja se mantienen bajos y todos sus indicadores son los datos medios entre las otras dos empresas. En este punto y respecto de la eficiencia en las operaciones no podemos dejar de considerar el hecho de que Walmart es una empresa con sede en 27 países, mientras que Target y Kroger sólo operan en los Estados Unidos.

Tabla 14. Ratios crediticios y crecimiento de Walmart y la competencia (de Amazon sólo se ha incluido datos respecto de la unidad de negocios minorista)

	Walmart	Target	Kroger	Amazon
<b>Ratios crediticios</b>				
Índice de liquidez corriente	0,79	0,89	0,76	-
Índice de solvencia	1,53	1,38	1,23	-
Índice de liquidez seca	0,22	0,27	0,27	-
Índice de liquidez de caja	0,12	0,18	0,03	-
Índice de endeudamiento	1,90	2,62	4,28	-
Cobertura de intereses	12,14	15,22	9,19	-
Deuda/EBITDA	1,56	1,58	2,54	-
<b>CAGR de 5 años</b>				
Ventas	1,68%	1,15%	2,17%	19,89%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10 k de Walmart Inc., Kroger, Target y Amazon

El índice de endeudamiento es más bajo que el de sus competidores, siendo esto consecuente con el ratio Deuda/EBITDA puesto que puede cubrir su deuda en 1,56 años si se lo piensa por este indicador que actúa como un aproximamiento al flujo de caja libre. El crecimiento en ventas se mantiene a valores bajos pero dentro del rango de crecimiento de su competencia tradicional minorista, siendo una empresa madura en el sector. Sin embargo, Amazon viene creciendo extraordinariamente en el sector, con un CAGR de ventas de 5 años de casi el 20%.

Tabla 15. Ratios propios de la industria de Walmart, la competencia y promedios de la industria

	Walmart	Target	Kroger	Industria
Same Store Sales	2,60%	1,40%	2%	2%
Ventas por m2 (USD)	4.997,68	3.495,78	7.312,64	6.352,97

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10 k de Walmart Inc., Kroger y Target

El indicador Same Store Sales se mantiene por encima del promedio de la industria y de su competencia, pero Walmart se mantiene por debajo del promedio en sus ventas por metro cuadrado.

Con este análisis podemos concluir que la empresa se muestra estable y sólida con un crecimiento que refleja su madurez como empresa a su vez que muestra capacidad de crecimiento orgánico al mejorar su eficiencia utilizando sus propios recursos.

## 6. Valuación por flujos de fondos descontados

El método de flujos de fondos descontados que se fundamenta en que el valor actual de un activo es el valor actual de los flujos futuros esperados. Para esto primero estimaremos el flujo de fondos operativo de la empresa, detrayendo los gastos en inversiones de capital y la variación en el capital de trabajo y los descontaremos al costo del capital.

$$FCFF = EBIT(1 - t) + Depreciaciones - Inversiones de capital + cambios en capital de trabajo -$$

Ecuación 2: Flujo de fondos libre

### 6.1 Costo del capital con tasa WACC

Para calcular el costo del capital con la tasa WACC (costo del capital promedio ponderado, por sus siglas en inglés), se utilizan los costos de financiamiento de la empresa ponderados por su proporción a valor de mercado. Primero estimaremos todas las variables de la fórmula para luego utilizar la tasa para descontar los flujos de fondos libres de la firma para hacer la valuación, encontrando un valor de la tasa del costo del capital WACC del **4,97%**.

$$WACC = \text{Costo del capital propio} * \frac{\text{Capital propio}}{\text{Deuda} + \text{Capital propio}} + \text{Costo de la deuda} * \frac{\text{Deuda}}{\text{Deuda} + \text{Capital propio}}$$

Ecuación 3: Tasa WACC o Costo del capital promedio ponderado

### 6.2 Costo del capital propio

Para calcular el costo del *equity*, se necesitan los datos de la tasa libre de riesgo al momento de la valuación, calcular el beta o riesgo sistemático y la prima de riesgo del mercado; llegando a la fórmula:

$$\text{Costo del capital propio} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Beta} * \text{prima de mercado}$$

Ecuación 4: Costo del capital propio

### 6.3 Tasa libre de Riesgo

En este trabajo se ha tomado para la tasa libre de riesgo el valor del bono del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años al día de la fecha del cierre del ejercicio, el 31 de enero de 2020. En ese día su valor era de **1,52%**.

### 6.4 Beta o riesgo sistemático

Para el cálculo del Beta se han tomado los datos mensuales de 3 y 5 años de la acción de Walmart y del S&P 500, se han calculado las variaciones de los retornos de Walmart y del S&P 500 y se ha obtenido la pendiente entre ambos. Como resultado, se obtuvo dos betas no tan diferentes para estos dos períodos, los cuales se muestran en el cuadro a continuación.

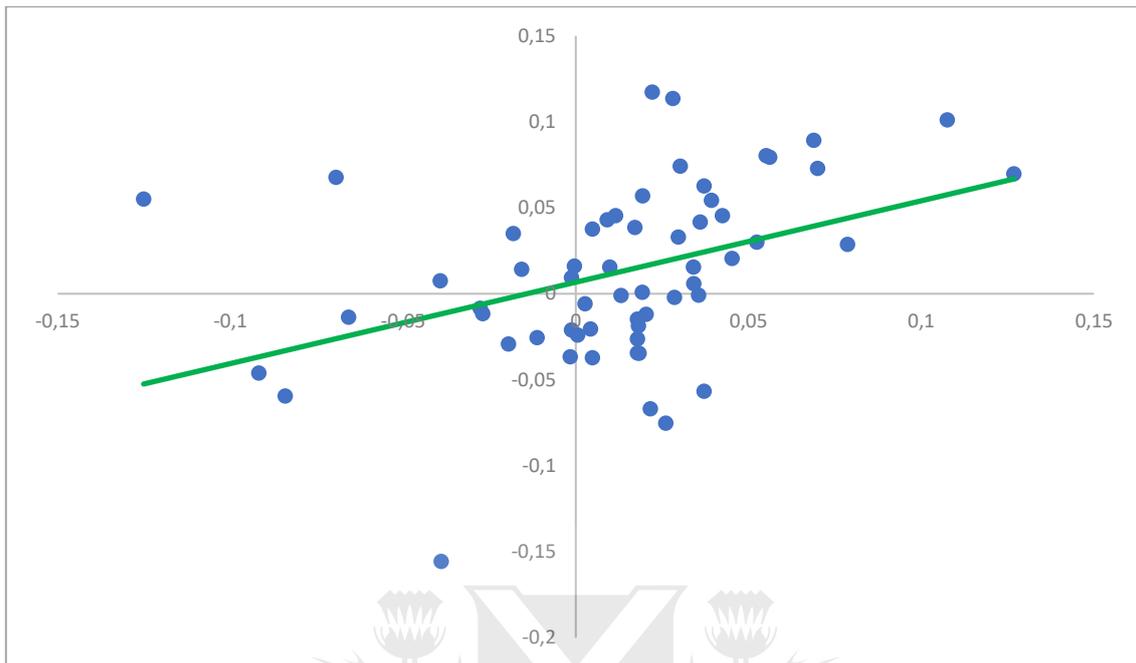
Tabla 16. Betas obtenidos calculados por los retornos de datos mensuales por 3 y 5 años

Datos semanales	Beta
3 años	0,35
5 años	0,47

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Investing

Si bien los Betas obtenidos con las distintas series de datos no son tan diferentes, el beta de de 5 años parece más representativo y apropiado para este trabajo porque abarca una mayor cantidad de tiempo y capta más información.

Gráfico 49. Variación de los retornos de la acción Walmart y del S&P 500 de los últimos 5 años y su pendiente



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Investing

Desde el punto de vista del análisis fundamental, un beta de 0,47 indica que la acción es poco riesgosa o que tiene poca variabilidad respecto del mercado en el que opera. En este sentido podemos decir que Walmart es una empresa madura y estable en el mercado de los Estados Unidos, que vende artículos de primera necesidad que tienen una demanda continua, puesto que más del 50% de sus ventas es de artículos de almacén consumibles. También, Walmart es la empresa líder en su sector y por su gran tamaño maneja economías de escala, lo cual implica menor apalancamiento operativo. Por otro lado, Walmart tiene un ratio deuda/equity de 72,95% cuando el promedio de la industria es de 101,8%, por lo que es mucho menos riesgosa que el promedio de la industria desde el punto de vista del apalancamiento financiero.

Por todo esto, decir que el riesgo de la empresa Walmart tiene un 47% del riesgo del mercado en el que opera tiene sentido.

## 6.5 Prima de mercado

La prima de mercado se obtiene calculando los retornos del mercado históricos y restándole la tasa libre de riesgo.

Para calcular el retorno del mercado histórico se han tomado las series de datos de los últimos 35 años del S&P desde enero de 1985 hasta enero de 2020, y ha arrojado un retorno anual

histórico promedio de 9,96%. Al restarle la tasa libre de riesgo de 152 puntos básicos, la prima del mercado toma el valor de **8,44%**.

Con estos valores obtenidos, el **costo del capital propio será de 5,49%**. Siendo una empresa madura, establecida y líder en su sector, se puede considerar que es un valor apropiado.

## 6.6 Costo de la deuda

Para valuar el costo de la deuda al día de hoy se ha tomado el retorno al vencimiento de uno de los últimos bonos de largo plazo emitidos de la empresa cuya ISIN es US931142EN95. Utilizamos uno de largo plazo ya que asumimos que la empresa mantiene su estructura de capital en el tiempo como una decisión de la administración. Este bono tiene por fecha de emisión el 23 de abril de 2019 y, con una madurez de 10 años, su fecha de vencimiento es el 8 de julio de 2029. Este bono tiene una tasa interna de retorno de **2,115%** a la fecha del cierre del ejercicio bajo análisis. Es decir, ese bono al 31 de enero de 2020 rendía esa tasa.

Siendo Walmart una empresa muy estable y sólida, tanto por el tipo de productos que comercializa y el momento del ciclo de vida en el que se encuentra la empresa, podemos encontrar estos valores razonables.

## 6.7 Tasa impositiva

La tasa impositiva efectiva del año 2020 fue del 24,4%, luego de la baja en la tasa impositiva a la renta en los Estados Unidos. Esta tasa estaría en concordancia con la proyección de la gerencia de alcanzar una tasa impositiva efectiva entre el 25% y 26% el próximo año, por lo que tomaremos el punto medio, **25,5%** como tasa impositiva efectiva a los fines de este trabajo.

## 6.8 El flujo de caja libre

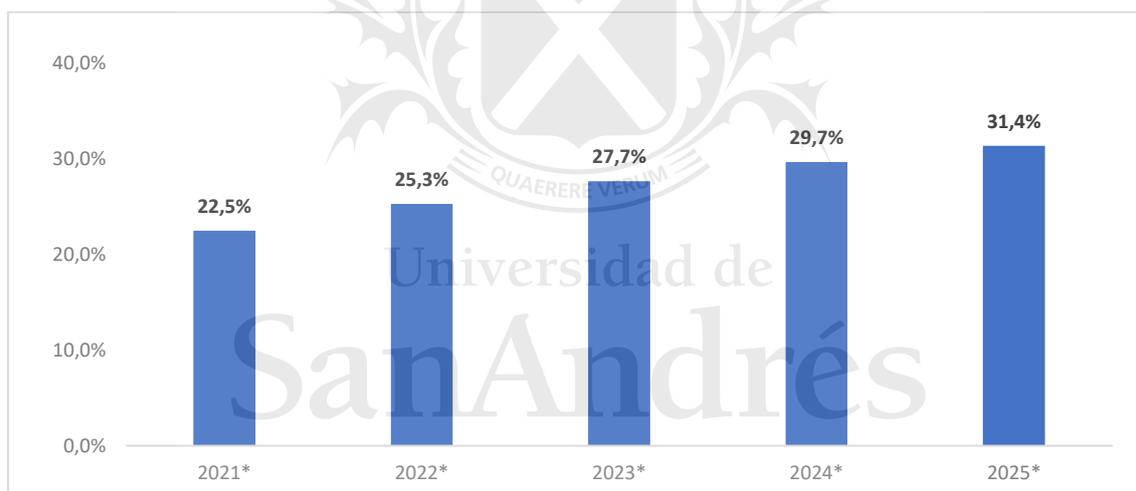
Para poder estimar el flujo de caja libre, estimaremos algunas variables que lo determinarán como las ventas, margen operativo, depreciaciones y amortizaciones, las inversiones de capital y el capital de trabajo. Luego calcularemos el valor terminal a perpetuidad de los flujos de fondos para llegar al valor de la compañía.

## 6.9 Ventas

Las ventas crecen por aperturas de nuevos locales y por el incremento de las ventas en las mismas tiendas (Same Store Sales) que incluye las ventas por *e-Commerce*, canal por el cual la empresa tuvo un gran crecimiento. El incremento en Same Store Sales se ve reflejado principalmente en el segmento de Walmart US, el segmento más grande con mayor impacto en las ventas.

En los Estados Unidos la gente adoptó rápidamente las compras por el canal online, en especial durante el año 2020 debido a la pandemia, lo que se ha traducido en mayor cantidad de ventas en las empresas minoristas. Hoy el *e-Commerce* es uno de los principales motores de crecimiento para Walmart, tanto en los Estados Unidos como en otros grandes mercados como India y China en los que Walmart ha invertido fuertemente en los últimos años.

Gráfico 50. Porcentaje proyectado de ventas online de las ventas totales proyectadas de Walmart en los próximos años



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista

Para estimar las ventas se ha partido de los reportes de Same Store Sales que publica la empresa y se ha proyectado siguiendo la tendencia de los últimos 12 trimestres en los segmentos Walmart US y Sam's Club. Walmart US es el segmento de mayor crecimiento en Same Store Sales, por lo cual en la proyección tendrá tendencia creciente con un promedio de 4,28% en todo el período, mientras que Sam's Club, que tiene tendencia suavemente decreciente, continuará con la misma con un promedio de 0.57% en el período. En cuanto al segmento Walmart International, se ha estimado a partir las ventas por local de los últimos 3 años con tendencia creciente.

Por otro lado, en los últimos años la cantidad de locales abiertos en el segmento de Walmart US disminuyeron ligeramente, manteniéndose estables en Sam's Club. En el segmento de Walmart International, se observa una reducción en la cantidad de locales de la empresa principalmente por desinversión en algunos países, como en 2019 en Brasil. Para el año 2021 la empresa prevé retirarse de uno de los mayores mercados de este segmento como lo es Reino Unido. A partir de los datos de los reportes de la empresa, se han estimado la cantidad los locales para los próximos 5 años a fin de obtener el total de las ventas del período a proyectar.

En la siguiente tabla observaremos las proyecciones resultantes de *Same Store Sales* y de cantidad de locales y las ventas proyectadas resultantes para cada segmento.

Tabla 17. Proyecciones estimadas en Same Store Sales, cantidad de locales y ventas resultantes por segmento

Segmento		2020	2021	2022	2023	2024	2025
Walmart US	SSS*		3,59%	3,93%	4,28%	4,62%	4,96%
	Ventas por local* (en millones)	71,7	74,27	77,19	80,49	84,21	88,39
	Cantidad locales*	4.756	4.757	4.755	4.752	4.750	4.747
	Ventas* (en millones)	341.005	353.315	367.015	382.508	399.970	419.605
	SSS*		1,95%	1,26%	0,57%	-0,12%	-0,81%
Sam's Club	Ventas por local* (en millones)	98,16	100,07	101,34	101,91	101,79	100,97
	Cantidad locales*	599	600	601	602	603	604
	Ventas* (en millones)	58.798	60.078	60.936	61.386	61.414	61.017
Walmart Int.	Ventas por local* (en millones)	19,54	20,41	20,90	21,40	21,89	22,4
	Cantidad locales*	6.146	5.879	5.751	5.624	5.496	5.368
	Ventas* (en millones)	120.100	119.993	120.214	120.331	120.300	120.144

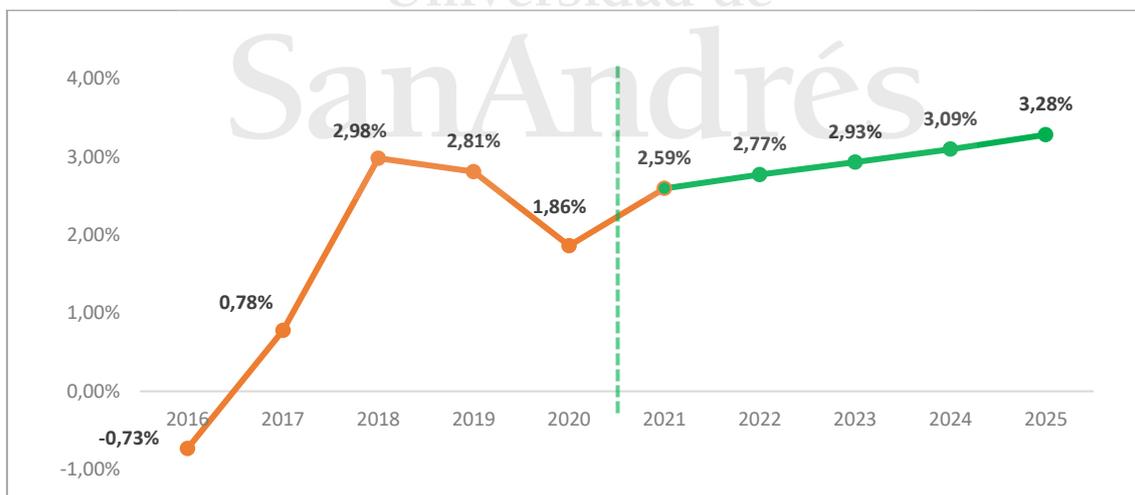
A partir de las proyecciones de la tabla 17, obtenemos los porcentajes de crecimiento en ventas para cada segmento y por el total de la empresa para cada año proyectado, como podemos ver en la siguiente tabla.

Tabla 18. Crecimiento porcentual de ventas estimado para el período proyectado por segmento y para el total de la empresa

Segmento	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Walmart US</b>	3,61%	3,88%	4,22%	4,57%	4,91%
<b>Sam's Club</b>	2,18%	1,43%	0,74%	0,05%	-0,65%
<b>Walmart International</b>	-0,09%	0,18%	0,10%	-0,03%	-0,13%
<b>Crecimiento en ventas totales</b>	<b>2,59%</b>	<b>2,77%</b>	<b>2,93%</b>	<b>3,09%</b>	<b>3,28%</b>

En el siguiente gráfico se muestra el crecimiento de las ventas totales históricas de los últimos 5 años de la empresa y la proyección para los siguientes 5 años.

Gráfico 51. Crecimiento de las ventas históricas totales de la empresa en los últimos 5 años y proyectadas



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

## 6.10 Margen operativo

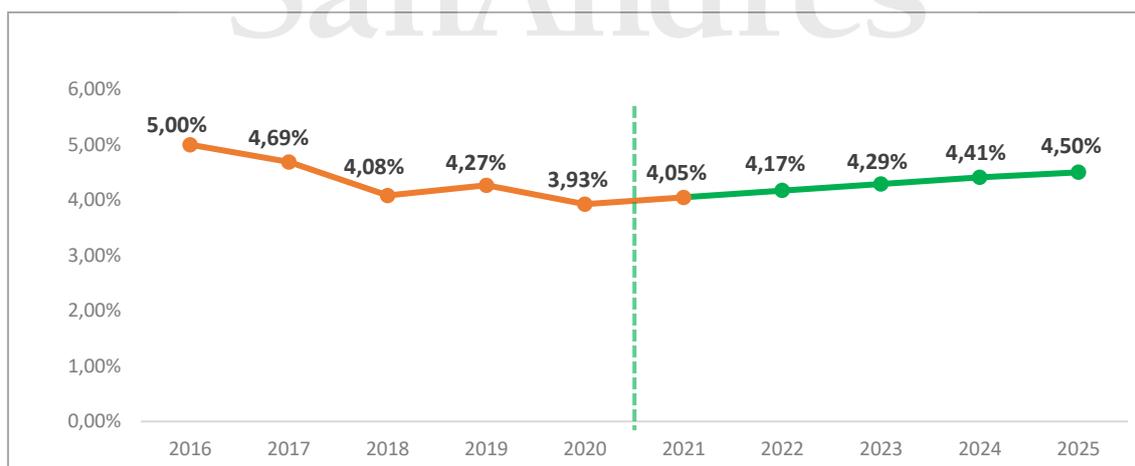
Como se ha comentado en la sección anterior de análisis financiero respecto a los márgenes, éstos están disminuyendo desde el año 2018 debido a incrementos en los costos, por cambios en la mezcla de productos para continuar competitivos, a reducciones del mismo para hacerle frente a la competencia y también debido a que las ventas por el canal online dejan márgenes menores.

Sin embargo, la empresa ha logrado mantener los gastos operativos, administrativos y de ventas como porcentaje de las ventas estables a lo largo de los años (incluso disminuyendo ligeramente los últimos 2), obteniendo un mejor apalancamiento operativo debido a perfeccionamientos en la productividad. También, Walmart ha realizado grandes inversiones para profundizar su estrategia de omnicanalidad y se ha retirado de mercados de baja rentabilidad, para permanecer e incursionar en otros mercados con mayor potencialidad.

El análisis histórico muestra cómo fue cayendo el margen operativo. En los últimos 11 años podemos establecer el mismo en un valor promedio del 5,18% de las ventas, para los últimos 5 años el mismo es de 4,39%, y en el último año fue de 3,93%.

Para el escenario base, se proyecta un aumento en el margen operativo de 12 puntos básicos por año hasta alcanzar el **4,5%** de las ventas. Esto es consistente con la tendencia creciente de Same Store Sales en los últimos años, puesto que la empresa está vendiendo más con los mismos gastos operativos.

Gráfico 52. Margen operativo histórico de los últimos 5 años y proyectado



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

## 6.11 Depreciaciones y amortizaciones

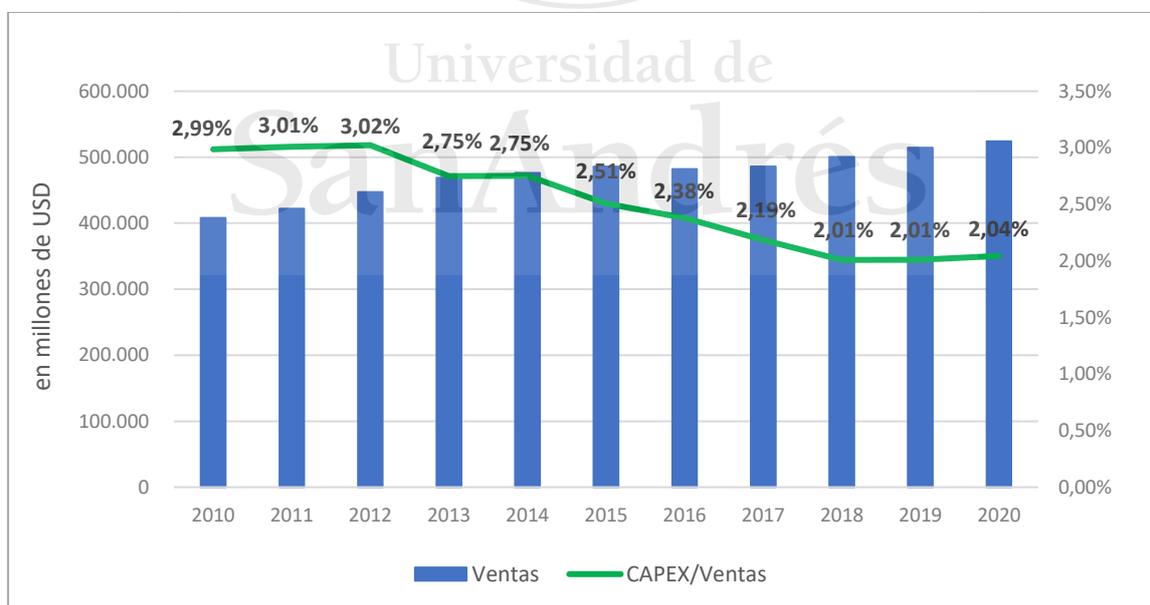
Las amortizaciones y depreciaciones representan la reinversión que necesita la empresa para mantenerse competitivo, pero al no ser una erogación de caja si no un cargo contable, debemos sumar este monto en nuestras proyecciones para calcular el flujo de fondos libre.

Se analizaron los datos históricos de los últimos 5 años y se observó una relación estable de las depreciaciones y amortizaciones respecto del activo fijo bruto (antes de depreciación acumulada), representando un promedio del **5,33%**. La inversión en CAPEX se irá adicionando al activo fijo bruto para el cálculo futuro de la depreciación.

## 6.12 Inversiones de capital

El CAPEX (*capital expenditure* en inglés) o inversiones de capital, son inversiones que realiza la compañía para adquirir, mantener o mejorar el activo fijo. Para analizar este ítem se buscará la proporción que representó CAPEX dentro de las ventas totales a través de los años.

Gráfico 53. Evolución de CAPEX como porcentaje de las ventas



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Para proyectar el CAPEX en el largo plazo se analizó su relación histórica con las ventas que se ha mantenido bastante estable en los últimos 11 años.

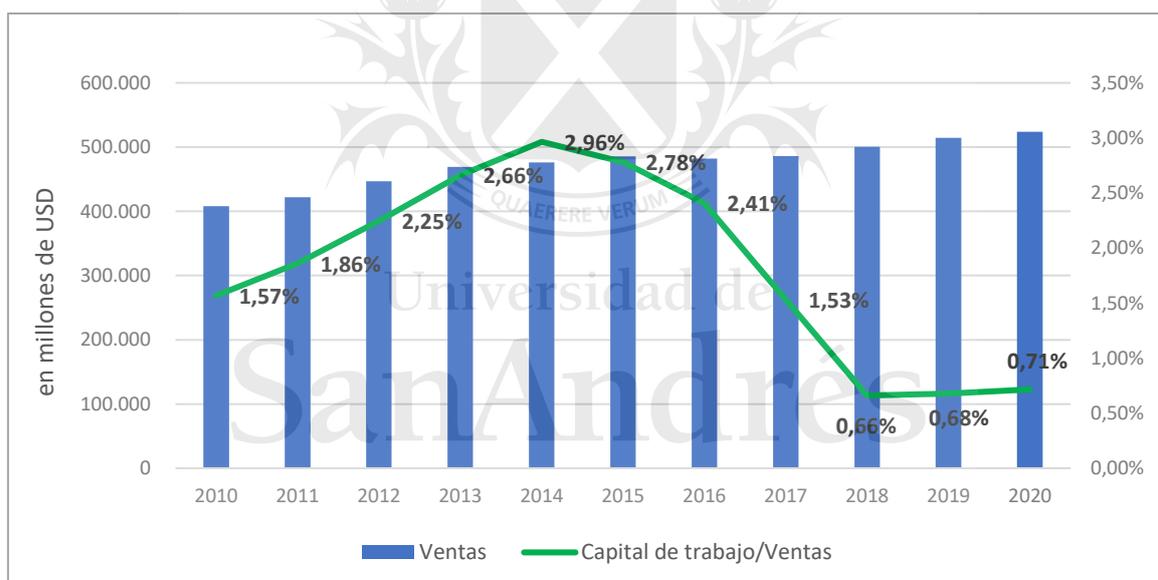
En línea con los porcentajes vistos, la gerencia proyectó inversiones de capital para el año 2021 alrededor de los **11.000** millones de dólares para remodelaciones de locales, iniciativas para los clientes, en *e-Commerce* y mejora de la tecnología y cadena de suministros.

A los fines de este trabajo tomaremos para las proyecciones el promedio de CAPEX sobre ventas de los últimos 3 años, un **2,02%** de las ventas.

### 6.13 Capital de trabajo

El capital de trabajo son los recursos que una empresa necesita a corto plazo para operar. Concretamente, es la diferencia entre los activos circulantes y los pasivos circulantes lo que se conoce como capital de trabajo neto. En cuanto a estos activos se incluyen las cuentas por cobrar y el inventario y en cuanto al pasivo a las cuentas por pagar.

Gráfico 54. Evolución del capital de trabajo como porcentaje de las ventas



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10k de Walmart Inc.

Se analizó la proporción que representó el capital de trabajo respecto de las ventas en los últimos 11 años donde se puede notar claramente que la empresa logró mejorar su manejo de este generando un ingreso de caja, disminuyendo a partir de 2015 para tomar una relación más clara respecto de las ventas en los últimos 3 años. Es por eso que, para este trabajo, se ha tomado el promedio de los últimos 3 años para la proyección, un **0,68%** de las ventas.

## 6.14 Valor terminal

Para calcular el valor terminal trataremos de inferir los flujos futuros de caja más allá de los 5 años que se han proyectado a partir de algunas variables para afectarlas al último flujo de fondos libre obtenido en el año 2025. Como tasa de descuento, tomaremos la tasa del costo de capital WACC calculada anteriormente del **4,97%**.

En la siguiente tabla podremos observar los valores utilizados para el cálculo de la tasa WACC.

Tabla 19. Valores utilizados para el cálculo de la tasa WACC (expresado en millones de dólares)

<b>WACC</b>	<b>4,97%</b>
Deuda/Valor empresa	13,28%
Equity/Valor empresa	86,72%
Deuda (en millones de USD)	49.076
Equity (en millones de USD)	320.570
Valor empresa (en millones de USD)	369.646
Costo de Deuda	2,12%
Costo de Equity	5,49%
Tasa impositiva efectiva	25,5%
Beta	0,47
Tasa libre de riesgo	1,52
Retorno de mercado	9,96%

Los supuestos asumidos en la valuación que se desarrollaron anteriormente se presentan en la tabla a continuación a modo de resumen.

Tabla 20. Supuestos asumidos en la valuación por flujos de fondos descontados

<b>Variables</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Ventas	2,59%	2,77%	2,93%	3,09%	3,28%
EBIT (% de las ventas)	4,05%	4,17%	4,29%	4,41%	4,50%
Capital de trabajo (% de las ventas)	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%
D&A (% del activo fijo)	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%
CAPEX (% de las ventas)	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%

En cuanto al crecimiento de la compañía en el largo plazo, siendo que Walmart es una empresa madura y de gran envergadura, con un crecimiento en los últimos años bastante constante, estable y lento, se tomará un crecimiento a perpetuidad de unos puntos básicos por encima la inflación media objetivo de la FED para los Estados Unidos del 2% más el crecimiento vegetativo de la población de los Estados Unidos que se ubica en el 0,5%. Por lo cual, utilizaremos un crecimiento para el valor terminal de **2,6%**.

Con estos números, llegamos a un Valor Terminal de **764.024 millones de dólares** para el escenario base.

### 6.15 Valuación

Con todos los datos analizados anteriormente, llegamos al valor de la firma. Luego descontaremos la deuda y le sumaremos la caja, para llegar al valor accionario de la empresa.

Para el escenario base hemos llegado a un valor de la empresa de **669.076 millones de dólares**, lo que nos arroja un valor por acción de **USD 219,48** por acción.

Siendo que el valor de la acción de la empresa al 31 de enero de 2020 era de USD 114,49, según este análisis el precio de la acción en el mercado estaría subvaluado.

Tabla 21. Valuación de la firma en el escenario base (en millones de dólares)

Valuación	
Valor actual del año 1 a 5	\$ 69.597
Valor Terminal	\$ 599.480
<b>Valor de la Firma</b>	<b>\$ 669.076</b>
Deuda	-\$ 49.076
Caja	\$ 9.465
<b>Valor accionario</b>	<b>\$ 629.465</b>
Acciones en circulación (en millones)	2.868
<b>Precio por acción</b>	<b>\$ 219,48</b>

### 6.16 Análisis de sensibilidad

Además del escenario base, se han planteado un escenario optimista y un escenario pesimista sensibilizando la variable Same Store Sales, obteniendo un nuevo monto de ventas por local por segmento.

En el escenario optimista, Same Store Sales crece más rápido debido al auge del e-Commerce y debido al crecimiento de las ventas con los propios recursos, en un promedio de 11,1% para Walmart US, 3,54% para Sam's Club y 4,92% para Walmart International en todo el período proyectado, manteniéndose la cantidad de locales del escenario base. Como consecuencia, los márgenes operativos crecerán más rápido, 30 puntos básicos por año, un promedio de 4,58% en todo el período.

Tabla 22. Crecimiento porcentual de ventas estimado para el período proyectado para el escenario optimista por segmento y totales

Segmento	2021	2022	2023	2024	2025
Walmart US	7,52%	9,24%	11,04%	12,83%	14,63%
Sam's Club	3,91%	3,78%	3,71%	3,64%	3,57%
Walmart International	5,05%	1,64%	1,47%	1,26%	1,08%
Crecimiento en ventas totales	6,54%	6,91%	8,18%	9,54%	11,01%

Para el escenario optimista, el valor de la firma tomaría un valor de **815.884 millones de dólares** y sus acciones, un valor de **USD 270,67** por acción.

En el escenario pesimista, se proyecta que Same Store Sales decrece para los segmentos de Walmart US y Sam's Club, un promedio de 1,43% para Walmart US y de -0,55% para Sam's Club, provocando a su vez la desmejora de los márgenes operativos que toman un valor promedio de 3,48% en todo el período. Para Walmart International las ventas por local crecen más lentamente, un promedio de 1,11% en todo el período.

Tabla 23. Crecimiento porcentual de ventas estimado para el período proyectado para el escenario pesimista por segmento y totales

Segmento	2021	2022	2023	2024	2025
Walmart US	2,18%	1,74%	1,38%	1,01%	0,64%
Sam's Club	1,55%	0,55%	-0,39%	-1,32%	-2,26%
Walmart International	-4,64%	-0,71%	-0,77%	-0,86%	-0,93%
Crecimiento en ventas totales	0,53%	1,07%	0,71%	0,35%	-0,01%

Para el escenario pesimista, el valor de la firma tomaría un valor de **434.510 millones de dólares** y sus acciones, un valor de **USD 137,69** por acción.

La siguiente tabla muestra los resultados del análisis de sensibilidad. Se observa una variación del valor del capital accionario de Walmart entre 394.899 y 776.273 millones de dólares.

Tabla 24. Análisis de sensibilidad

Walmart Inc.	Escenarios		
	Base	Optimista	Pesimista
Fecha de valuación	31/1/2020	31/1/2020	31/1/2020
Tasa de crecimiento de ventas promedio	2,93%	8,44%	0,53%
Tasa de crecimiento a perpetuidad	2,60%	2,60%	2,60%
WACC	4,97%	4,97%	4,97%
Valor presente de flujos de fondos 2021-2025	\$ 69.597	\$ 79.862	\$ 54.463
Valor presente del valor terminal	\$ 599.480	\$ 736.023	\$ 380.047
<b>Valor de la firma</b>	<b>\$ 669.076</b>	<b>\$ 815.884</b>	<b>\$ 434.510</b>
Deuda	\$ 49.076	\$ 49.076	\$ 49.076
Caja	\$ 9.465	\$ 9.465	\$ 9.465
<b>Valor del capital accionario</b>	<b>\$ 629.465</b>	<b>\$ 776.273</b>	<b>\$ 394.899</b>
Cantidad de acciones (en millones)	2.868	2.860	2.868
<b>Valor por acción</b>	<b>\$ 219,48</b>	<b>\$ 270,67</b>	<b>\$ 137,69</b>

Para más detalle, ver las tablas de las proyecciones para los diferentes escenarios en la sección Anexos.

### 6.17 Valuación por múltiplos

Para valuar con este método, se buscan los precios en el mercado accionario entre empresas que cotizan en bolsa, se estandarizan construyendo los múltiplos, y se aplican a la empresa que queremos valuar para obtener una valuación relativa por comparables de la misma.

Para este fin, se utilizan empresas de la misma industria preferentemente, puesto que suelen tener una estructura de capital similar y características parecidas en retorno y riesgo.

Para tal fin, tomamos una lista de empresas comparables de los Estados Unidos que pertenecen a la misma industria y tomaremos algunos variables como referencia.

Para valuar tomaremos el múltiplo Valor-empresa/EBITDA, con este múltiplo no necesitaremos considerar la estructura de capital de la empresa, ya que partimos del supuesto de que todos los activos generan el EBITDA.

Las empresas que utilizaremos en esta valuación relativa son: Target, Kroger, Costco, Dollar General Inc. y Dollar Tree, todas en la industria minorista de venta de comestibles y mercadería general.

Tabla 25. Valuación por múltiplos

Empresas	EV / EBITDA	Crecimiento SSS	CAGR de ventas 5 años	Margen Operativo
Costco	19,97x	6%	7,06%	3,10%
Target	8,89x	1,40%	1,15%	5,99%
Kroger	6,86x	2%	2,17%	1,98%
Dollar General Corp	12,62x	3,90%	6,38%	8,27%
Dollar Tree	10,87x	1,80%	8,78%	6,82%
Promedio simple	<b>11,84x</b>	<b>3,02%</b>	<b>5,11%</b>	<b>5,23%</b>
Mediana	<b>10,87x</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>5,99%</b>
Walmart	10x-14x	2,60%	1,68%	3,93%

Siendo que Walmart es líder en la industria minorista tradicional y tomando como referencia los múltiplos de empresas con variables en valores similares y se ha establecido un rango de múltiplo que se considera apropiado.

Luego se realizó un análisis de sensibilidad para el valor del capital accionario y el precio de la acción, sensibilizando el valor del EBITDA proyectado y tomando los diferentes valores del rango del múltiplo. Luego se restó la deuda, se adicionó la caja y dividiendo por la cantidad de acciones en circulación, se obtuvo un valor para la acción entre los **USD 91,08** y los **USD 142,80**.

Tabla 26. Análisis de sensibilidad: precio de la acción

<b>EBITDA</b>	<b>10x</b>	<b>11x</b>	<b>12x</b>	<b>13x</b>	<b>14x</b>
<b>30.238</b>	91,08	101,57	112,05	122,54	133,03
<b>30.738</b>	92,82	103,48	114,15	124,81	135,47
<b>31.238</b>	94,56	105,40	116,24	127,08	137,91
<b>31.738</b>	96,31	107,32	118,33	129,34	140,35
<b>32.238</b>	98,05	109,24	120,42	131,61	142,80



Universidad de  
**San Andrés**

## 7. Bibliografía

### 7.1 Académica

Brealey, R. A., Myers, S. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. (10<sup>th</sup> edition). New York: McGraw-Hill/Irwin.

Bruns, William (2004). *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*. Harvard Business School.

Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance*. (4<sup>th</sup> Edition). USA: Wiley.

Greenwald, B. and Kahn, J. (2005). *Competition Demystified*. New York: Portfolio.

### 7.2 Reportes y papers

Datosmacro.com (2021). [Estados Unidos - Ventas minoristas 2005 | datosmacro.com expansion.com](https://datosmacro.com/expansion.com)

Deloitte (2020). [Ranking de los mayores grupos de distribución del mundo \(deloitte.com\)](https://deloitte.com)

Deloitte (2020). Informe: Global Powers of Retailing 2020.

Fondo Monetario Internacional (2021).

<https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>

KPMG (2020). [Tendencias en la industria del retail - KPMG Argentina \(home.kpmg\)](https://home.kpmg)

Kroger (2021). [Corporate Profile - The Kroger Co.](https://www.kroger.com)

Seeking Alpha (2021). [Walmart Inc. \(WMT\) Earnings Transcripts | Seeking Alpha](https://seekingalpha.com)

Statista (2021). [Walmart - Statistics & Facts | Statista](https://www.statista.com)

Statista (2021). [Walmart International: sales by country 2019-2020 | Statista](https://www.statista.com)

Statista (2021). <https://www.statista.com/forecasts/646030/united-states-top-online-stores-united-states-ecommercedb>

Statista (2019). <https://www.statista.com/statistics/197576/annual-retail-sales-in-the-us-since-1992/>

Statista (2019). <https://www.statista.com/statistics/955796/global-amazon-e-commerce-market-share/>

- Statista (2021). • [Walmart number of stores globally by division 2020 | Statista](#)
- Statista (2021). <https://www.statista.com/statistics/1058852/retail-space-per-capita-selected-countries-worldwide/>
- Statista (2021). <https://es.statista.com/estadisticas/537228/ingresos-netos-de-amazon-a-nivel-mundial/>
- Statista (2021). <https://es.statista.com/estadisticas/827421/ingresos-netos-globales-de-amazon-por-ventas/>
- Statista (2021). <https://www.statista.com/statistics/385850/brick-and-mortar-retail-store-closings-in-the-us-by-retail-chain/>
- Statista (2021). <https://www.statista.com/statistics/255965/total-number-of-target-stores-in-north-america/>
- Statista (2021). <https://www.statista.com/statistics/1113236/net-sales-of-target-in-the-us/>
- Statista (2021). <https://www.statista.com/statistics/1113287/sales-share-of-target-us-by-channel/>
- Statista (2021). <https://www.statista.com/forecasts/1218314/target-revenue-development-ecommercedb>
- Statista (2021). <https://www.statista.com/statistics/717760/kroger-operation-stores/>
- Statista (2021). <https://www.statista.com/statistics/1199904/net-sales-walmart-ecommerce-store-based/>
- Statista (2021). • [Leading U.S. companies ranked by e-retail sales 2020 | Statista](#)
- Target (2021). [2019 Annual Report | Target Corporate](#)
- PwC (2018). [retail-y-consumo-masivo-tendencias-y-desafios-de-un-sector-en-constante-cambio.pdf \(pwc.com.ar\)](#)
- Walmart Inc. (2021). Financial Information. [Walmart Investor Relations - Investors - Financial Information - SEC Filings](#)

### 7.3 Artículos y web

- Forbes (2021). [Walmart's E-Commerce Grows 97% Compared To Industry's 27% \(forbes.com\)](#)
- Forbes (2019). <https://www.forbes.com/sites/bryanpearson/2019/04/04/final-four-of-mass-retail-the-battle-of-walmart-kroger-amazon-and-target/?sh=204ef791f626>
- Fortune (2021). [Fortune 500 list of companies 2020 | Fortune](#)

GAAgency (2020). [The Growth of Ecommerce Sales in the US — GA Agency](#)

Investing (2021). <https://es.investing.com/>

Jd.com (2016). [Walmart and JD.com Announce Strategic Alliance to Serve Consumers across China | JD.Com, Inc.](#)

SAP (2020). [Urge a las empresas tecnología para automatizar cadena de suministro, dar seguimiento de entregas en tiempo real y medir la satisfacción del cliente en compras en línea - SAP News Center Latinoamérica](#)

Selectusa.gov (2021). <https://www.selectusa.gov/retail-services-industry-united-states#:~:text=The%20retail%20sector%20continues%20to,more%20than%2042%20million%20jobs.>

Store N08 (2021). [Home - Store N°8 \(storeno8.com\)](#)

Target (2021). <https://corporate.target.com/about>

Walmart Inc. (2021). Our business. [Our Business \(walmart.com\)](#)

Walmart Inc. (2021). Our history. [Our History \(walmart.com\)](#)

Walmart Inc. (2021). [ESG issues \(walmart.com\)](#)

Walmart Museum (2021). [The Walmart Museum](#)

Walton Family Foundation (2021). [About Us \(waltonfamilyfoundation.org\)](#)

Yahoo Finance (2021). [WMT 143.97 -0.16 -0.11% : Walmart Inc. - Yahoo Finance](#)

Zona Logística (2013). [La Estrategia Logística de Walmart - Zonalogística \(zonalogistica.com\)](#)

## 8. Anexos

### 8.1 Propiedades en Estados Unidos (Walmart U.S. y Sam's Club)

Estado o territorio	Walmart U.S.			Sam's Club	Total
	Supercenters	Tiendas de descuento	Mercados de barrio y otros formatos pequeños	Clubs	
Alabama	101	1	29	13	144
Alaska	7	2	—	—	9
Arizona	83	2	28	12	125
Arkansas	76	5	37	9	127
California	142	71	78	29	320
Colorado	70	4	18	17	109
Connecticut	12	21	1	1	35
Delaware	6	3	—	1	10
Florida	232	9	99	46	386
Georgia	154	2	36	24	216
Hawaii	—	10	—	2	12
Idaho	23	—	3	1	27
Illinois	139	15	12	25	191
Indiana	97	6	11	13	127
Iowa	58	2	—	9	69
Kansas	58	2	15	9	84
Kentucky	78	7	9	9	103
Louisiana	88	2	34	14	138
Maine	19	3	—	3	25
Maryland	30	18	3	11	62
Massachusetts	27	21	4	—	52
Michigan	91	3	11	23	128
Minnesota	65	3	1	12	81
Mississippi	65	3	11	7	86
Missouri	112	9	18	19	158
Montana	14	—	—	2	16
Nebraska	35	—	7	5	47
Nevada	30	2	11	7	50
New Hampshire	19	7	—	2	28
New Jersey	34	28	1	8	71
New Mexico	35	2	9	7	53

New York	80	17	10	12	119
North Carolina	144	6	46	22	218
North Dakota	14	—	—	3	17
Ohio	139	6	4	27	176
Oklahoma	81	8	35	13	137
Oregon	29	7	10	—	46
Pennsylvania	116	20	4	24	164
Puerto Rico	13	5	12	7	37
Rhode Island	5	4	—	—	9
South Carolina	84	—	26	13	123
South Dakota	15	—	—	2	17
Tennessee	117	1	20	14	152
Texas	392	18	111	82	603
Utah	41	—	13	8	62
Vermont	3	3	—	—	6
Virginia	110	4	22	15	151
Washington	52	10	5	—	67
Washington D.C.	3	—	2	—	5
West Virginia	38	—	1	5	44
Wisconsin	83	4	2	10	99
Wyoming	12	—	—	2	14
<b>U.S. total</b>	<b>3.571</b>	<b>376</b>	<b>809</b>	<b>599</b>	<b>5.355</b>
<b>Pies cuadrados (en miles)</b>	<b>634.287</b>	<b>39.557</b>	<b>29.474</b>	<b>80.239</b>	<b>783.557</b>

## 8.2 Propiedades del segmento Walmart International

Zona geográfica	Locales minoristas	Locales mayoristas	Otros	Total	Pies cuadrados
África	351	91	—	442	24.754
Argentina	92	—	—	92	8.095
Canadá	408	—	—	408	52.936
Centroamérica	836	—	—	836	13.46
Chile	362	5	—	367	15.992
China	412	26	—	438	70.163
India	—	28	—	28	1.514
Japón	333	—	—	333	19.832
México	2.408	163	—	2.571	100.643
Reino Unido	613	—	18	631	37.56
<b>International total</b>	<b>5.815</b>	<b>313</b>	<b>18</b>	<b>6.146</b>	<b>344.949</b>

## 8.3 Otros ratios

	Walmart	Target	Kroger
<b>Ratios de rentabilidad</b>			
Gastos Totales / Ventas	20,76%	20,78%	17,34%
ROE	18,25%	27,73%	19,13%
ROA	8,70%	10,89%	4,97%
ROE/ROA (Efecto apalancamiento)	2,10	2,55	3,85
<b>Ratios de actividad</b>			
Ventas/Activos Totales	2,22	1,83	2,70
Rotación de cuentas por cobrar	83,39	58,60	71,68
Días de cuentas por cobrar	4,38	6,23	5,09
Días de cuentas a pagar	43,43	66,61	24,26
Gestión de cuentas por cobrar y a pagar	0,10	0,09	0,21

### 8.3 Valuación por flujos de fondos descontados

Escenario base						
Año Proyectado	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	523.964	537.552	552.447	568.632	586.228	605.459
EBIT	20.568	21.771	23.037	24.394	25.853	27.246
Impuestos	-4.915	-5.552	-5.874	-6.221	-6.592	-6.948
Depreciaciones	10.987	9.311	9.393	9.488	9.594	9.714
Δ Capital de trabajo	254	-91	101	110	120	131
Inversiones de capital	10.705	10.859	11.159	11.486	11.842	12.230
<b>FCFF</b>	<b>15.681</b>	<b>14.762</b>	<b>15.295</b>	<b>16.065</b>	<b>16.893</b>	<b>17.651</b>
<b>Flujos descontados</b>		<b>14.063</b>	<b>13.881</b>	<b>13.889</b>	<b>13.914</b>	<b>13.849</b>
<b>Valor terminal</b>						<b>599.480</b>

Valuación	
Valor actual del año 1 a 5	\$ 69.597
Valor Terminal	\$ 599.480
<b>Valor de la Firma</b>	<b>\$ 669.076</b>
Deuda	-\$ 49.076
Caja	\$ 9.465
<b>Valor accionario</b>	<b>\$ 629.465</b>
Acciones en circulación (en millones)	2.868
<b>Precio por acción</b>	<b>\$ 219,48</b>

Escenario optimista						
Año Proyectado	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	523.964	558.246	596.814	645.652	707.233	785.116
EBIT	20.568	24.284	26.678	29.635	33.311	37.686
Impuestos	-4.915	-6.192	-6.803	-7.557	-8.494	-9.610
Depreciaciones	10.987	9.311	9.416	9.556	9.742	9.984
Δ Capital de trabajo	254	50	262	332	419	530
Inversiones de capital	10.705	11.277	12.056	13.042	14.286	15.859
<b>FCFF</b>	<b>15.681</b>	<b>16.076</b>	<b>16.973</b>	<b>18.261</b>	<b>19.854</b>	<b>21.671</b>
<b>Flujos descontados</b>		<b>15.314</b>	<b>15.403</b>	<b>15.788</b>	<b>16.352</b>	<b>17.004</b>
<b>Valor terminal</b>						<b>736.023</b>

Valuación	
Valor actual del año 1 a 5	\$ 79.862
Valor Terminal	\$ 736.023
<b>Valor de la Firma</b>	<b>\$ 815.884</b>
Deuda	-\$ 49.076
Caja	\$ 9.465
<b>Valor accionario</b>	<b>\$ 776.273</b>
Acciones en circulación	2.868
<b>Precio por acción</b>	<b>\$ 270,67</b>

Escenario pesimista						
Año Proyectado	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	523.964	526.765	532.393	536.197	538.082	538.041
EBIT	20.568	20.259	19.507	18.670	17.757	16.776
Impuestos	-4.915	-5.166	-4.974	-4.761	-4.528	-4.278
Depreciaciones	10.987	9.311	9.382	9.455	9.528	9.600
Δ Capital de trabajo	254	-164	38	26	13	0
Inversiones de capital	10.705	10.641	10.754	10.831	10.869	10.868
<b>FCFF</b>	<b>15.681</b>	<b>13.928</b>	<b>13.122</b>	<b>12.507</b>	<b>11.875</b>	<b>11.230</b>
<b>Flujos descontados</b>		<b>13.268</b>	<b>11.909</b>	<b>10.813</b>	<b>9.781</b>	<b>8.811</b>
<b>Valor terminal</b>						<b>381.401</b>

Valuación	
Valor actual del año 1 a 5	\$ 54.582
Valor Terminal	\$ 381.401
<b>Valor de la Firma</b>	<b>\$ 435.984</b>
Deuda	-\$ 49.076
Caja	\$ 9.465
<b>Valor accionario</b>	<b>\$ 396.373</b>
Acciones en circulación	2.868
<b>Precio por accion</b>	<b>\$ 138,21</b>