



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Universidad de
Trabajo Final de Graduación
San Andrés
Valuación de Walmart, Inc.

Autor: Federico Nahuel Peñaloza

DNI: 36.401.693

Director del Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, 7 de julio de 2023

Indice.

1. Glosario	5
2. Resumen Ejecutivo.....	7
3. Descripción del Negocio.....	10
3.1 Orígenes de Walmart.....	13
3.2 El Nombre	17
3.3 El Logo.....	17
3.4 Tipos de productos.....	19
3.5 Las Unidades de Negocio.....	20
3.5.1 Walmart EE. UU.....	23
3.5.2 Walmart Internacional.....	24
3.5.3 Sam's Club.....	26
3.6 Riesgos	27
3.6.1 Riesgos Estratégicos.....	27
3.6.2 Riesgos Operacionales.....	28
3.6.3 Riesgos Financieros	28
3.6.4 Riesgos Reputacionales y otros riesgos.....	29
3.7 Composición Accionaria.....	29
3.8 Rendimiento de la Acción.....	30
3.9 Criterios ESG.....	32
3.9.1 Sustentabilidad.....	33
3.9.2 Social	34
3.9.3 Gobierno Corporativo.....	34
4. La Industria minorista.....	35
4.1 La Industria minorista y el comercio electrónico.....	42
4.1.1 Introducción del comercio electrónico.....	42

4.1.2 Evolución del comercio electrónico	43
4.1.3 Conclusión.....	50
4.2 La Industria y la competencia.	51
4.3 El futuro de la industria minorista.....	62
4.4 Ventajas Competitivas.....	65
5. Análisis Financiero.....	67
5.1 Ratios de rentabilidad	67
5.2 Ratios de Actividad.....	75
5.3 Ratios Crediticios.....	78
5.4 Ratios de la Industria	81
5.4.1 Same Store sales.....	81
5.4.2. Número de locales y metros cuadrados.....	83
5.5 Comparación con la competencia.....	85
6. Valuación por flujos de fondos descontados.....	95
6.1 Consideraciones preliminares.....	95
6.2 Flujo de fondos disponibles para la firma.....	95
6.3 Costo del capital con tasa WACC	96
6.4 Proyección de ventas.....	97
6.5 Proyección de márgenes.....	100
6.6 Depreciaciones y amortizaciones.....	102
6.7 Tasa Impositiva.	106
6.8 Tasa de descuento.....	106
6.9 Costo del capital propio (Ke).....	107
6.10 Tasa libre de riesgo.....	107
6.11 Beta o Riesgo sistemático	107
6.12 Prima de riesgo de mercado.....	111

6.13 Costo de la deuda (K_d).....	112
6.14 Valuación	115
6.15 Análisis de sensibilidad	117
6.16 Valuación por múltiplos.....	118
7. Bibliografía.....	120
8. Anexos	122



Universidad de
San Andrés

1. Glosario

CAGR: Del inglés, *Compound Annual Growth Rate*, es la tasa de crecimiento anual compuesta en español.

CAPEX: Del inglés, *Capital Expenditures*, representa las inversiones en capital.

CAPM: Del inglés, *Capital Asset Pricing Model*. Modelo de precio de activos financieros en español. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.

DCF: Del inglés, *Discounted Cash Flow*. Flujo de Fondos Descontados en español. Es un método de valuación mediante el cual se puede estimar el valor de un proyecto o empresa a través del descuento de un flujo futuro de fondos.

Delivery: Del inglés, entrega a domicilio.

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

EBITDA: Del inglés, *Earnings Before Interests, taxes, depreciation, and amortization*. Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones, y amortizaciones en español.

E-Commerce: Del inglés, Comercio electrónico. Consiste en la compra y/o venta de productos o servicios a través de internet.

EDLC: Del inglés, *Everyday Low Costs*. Todos los días costos bajos en español.

EDLP: Del inglés, *Everyday Low Prices*. Todos los días precios bajos en español.

ESG: Del inglés, *Environmental, Social and Governance*. Medioambiente, responsabilidad social, y gobierno en español. Refiere a los criterios bajo los que las empresas operan respecto de los factores ambientales, sociales y de gobierno

EV: Del inglés, *Enterprise Value*. Es el valor de total de una empresa en español.

FCFF: Del inglés, *Free Cash Flow to the Firm*. Flujos de fondos disponibles en español.

IPO: Del inglés, *Initial Public Offering*. Oferta pública inicial en español.

Marketplace: Del inglés, tienda virtual en español. Sitio en donde se pueden realizar compras y ventas en línea.

NASDAQ: Del inglés, National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System, es la segunda bolsa de valores electrónica automatizada más grande de Estados Unidos.

NYSE: Del inglés, *New York Stock Exchange*. Hace referencia al mercado de valores de la ciudad de Nueva York, el mercado con mayor volumen monetario en el mundo.

Omni Channel: Del inglés, omnicanal. Se refiere a una estrategia desarrollada por Walmart Inc.

Online: Del inglés, en línea.

Only at Target: Del inglés, sólo en Target.

Pick up: Del inglés, entrega en tienda.

ROA: Del inglés, *Return On Assets*. Es un ratio que indica el retorno sobre los activos totales de la empresa. El mismo se obtiene mediante la siguiente fórmula: $EBIT / \text{Total Activos}$.

ROE: Del inglés, *Return On Equity*. Es un ratio que indica el retorno sobre el capital propio. El mismo se puede calcular mediante la siguiente fórmula Dupont: $\text{Margen} * \text{Rotación} * \text{Apalancamiento financiero}$.

Same Store Sales (SSS): Del inglés, ventas sobre mismas tiendas. Es una métrica financiera que se utiliza para referirse a la variación de las ventas comparables que tuvieron de un año a otro en los mismos locales y se expresa en términos porcentuales.

USD: Del inglés, *United States Dollars*, dólares estadounidenses en español. Código ISO 4217. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos (y de otros países y dependencias).

WACC: Del inglés, *Weighted Average Cost of Capital*. Es el costo promedio ponderado del capital, la tasa que se utiliza para descontar los flujos de fondos al valorar la compañía en español.

2. Resumen Ejecutivo.

El objetivo del presente escrito es valorar la compañía Walmart, Inc., una compañía multinacional de origen estadounidense, dedicada a la venta de productos a través de sus tiendas minoristas, y por medio de su plataforma de comercio electrónico al 31 de enero de 2022.

En primer lugar, se presenta una descripción de la compañía junto con una dimensión de su negocio, luego se expone un análisis de la industria y se comparte el posicionamiento competitivo de la firma. Posteriormente, se efectúa un análisis económico financiero considerando la evolución de distintos indicadores crediticios, de rentabilidad, y de actividad, así como también, comparando su gestión operativa y financiera con la de sus competidores.

Para la valuación del capital accionario se emplean dos metodologías; el método de Flujos de fondos descontados, y el de valuación relativa o valuación por múltiplos de mercado. La valuación mediante flujos de fondos descontados se realiza proyectando el flujo de fondos disponibles para la firma, aplicando como tasa de descuento el costo promedio ponderado del capital, estimado en base al modelo de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

En primer lugar, se ha empleado un beta de 3 años con un valor de 0,59, luego se ha utilizado una tasa de retorno promedio de mercado de 9,90% considerando el periodo 1929-2022, y una tasa libre de riesgo a la fecha de cierre de ejercicio de 1,78%. De esta forma, tomando una tasa impositiva efectiva de 24,9% y los valores de mercado de deuda financiera (2,20%) y del capital propio (6,57%), se ha llegado a un costo promedio ponderado del capital de 6,13%.

En la valuación de flujos 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 2,75%, alineado con la suma de la inflación estimada por parte de la Reserva Federal para el año 2027 del 2%, y con el crecimiento vegetativo de Estados Unidos que se encuentra en el orden de 0,75%. Por este método, luego de adicionar caja y equivalentes y sustraer la deuda financiera, se obtuvo un valor del capital accionario correspondiente a USD 402.361, lo cual implica que el precio de la acción sea de USD 143,44. De acuerdo con el precio de la acción al momento de realizar este trabajo que se encuentra en el orden de los USD 136,23, se puede indicar que la empresa se encuentra correctamente valuada y que los supuestos de crecimiento por parte del mercado se encuentran alineados a los utilizados en el presente escrito.

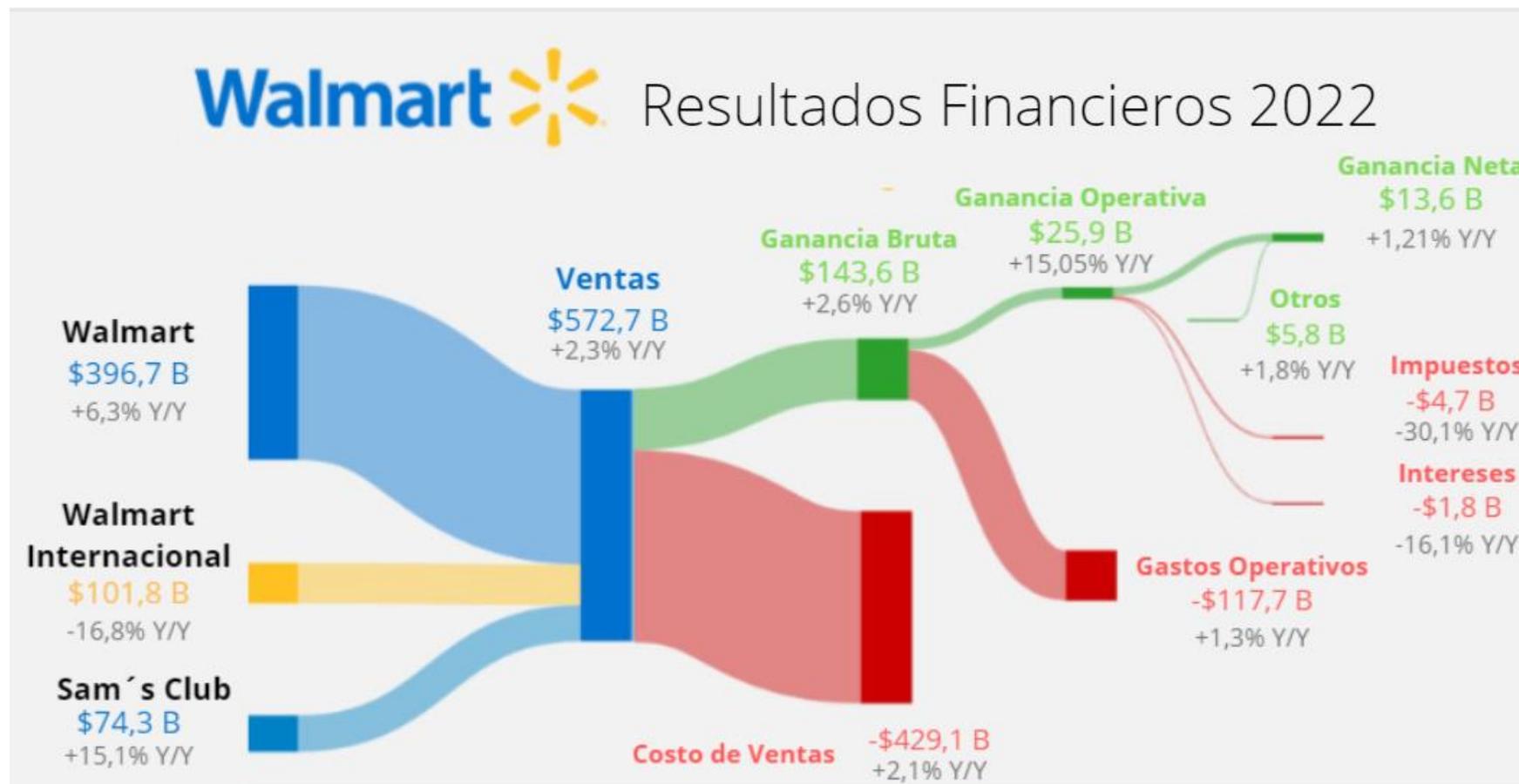
Posteriormente se realizó un análisis de sensibilidad a través de la variable EBIT que determino un precio de USD 63,93 en el escenario pesimista y USD 222,96 en el escenario optimista.

Por otro lado, para el método de valuación por múltiplos, en primera instancia se buscaron empresas comparables y variables de referencia, para luego compararlas a través del ratio de EV/EBITDA, al evaluar un rango razonable para esta compañía se obtuvo un nivel de precios por acción que oscila entre USD 135,36 y USD 161,46. Asimismo, se realizó un análisis de sensibilidad que estableció un precio por acción de USD 118,75 para el escenario pesimista, y un precio de USD 179,50 el caso optimista.

De esta manera, al igual que el método anterior, las expectativas de crecimiento de la firma utilizadas en este trabajo se encuentran alineadas con aquellas esperadas por el mercado.



Gráfico 1. Resultados Financieros de Walmart para el año fiscal 2022.



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

3. Descripción del Negocio.

Walmart Inc. es la compañía más grande de la industria minorista tanto en Estados Unidos como a nivel mundial. Empleando más personas que cualquier otra compañía en el mundo, siempre estuvo arraigada al desarrollo del ciudadano norteamericano, de hecho, el 90% de los estadounidenses vive dentro de un radio de 16 kilómetros de una sucursal. Sus operaciones se encuentran separadas en tres distintos segmentos, Walmart EE. UU., Walmart Internacional, y Sam's Club.

Walmart realiza compras de gran volumen reduciendo al mínimo sus costos aprovechando tanto de su posición en el mercado como de su capacidad de almacenamiento. Además de aprovechar al máximo su economía de escala y su cadena de suministro, la firma se destaca por controlar de forma exhaustiva sus gastos en conceptos de transporte, servicios, publicidad, administración, y comercialización.

Las estadísticas del último año muestran que aproximadamente 230 millones de personas visitan los negocios de Walmart cada semana, cifra que sufrió una considerable baja en comparación con los 275 millones alcanzados en 2019, cifra récord que, debido a la pandemia y al crecimiento de las compras en línea, fue decayendo poco a poco.

En la actualidad, Walmart cuenta con un equipo de 1,6 millones de empleados en el ámbito local y 0,9 millones de empleados en el resto del mundo.

La compañía posee un total de 10.500 tiendas distribuidas alrededor de 24 países localizadas alrededor de todo el mundo. Entre las naciones con más tiendas se encuentran: Estados Unidos (5.362), México (2.448), Reino Unido (633), China (433), Sudáfrica (390), Chile (371), Japón (331), Costa Rica (257), entre otros.

Walmart ofrece productos tanto de terceros como elaborados a partir de marcas propias, ya sea en sus locales físicos como a través de sus plataformas digitales. En los últimos años la firma ha experimentado un gran crecimiento de sus ventas a través de medios digitales lo cual ha sido el puntapié inicial para el desarrollo de la omnicanalidad.

Se proveen alrededor de 75 miles de diferentes productos a través de una extensa red compuesta por más de 210 centros de distribución. La ubicación de estos es minuciosamente seleccionada puesto que la función de cada uno de estos es proveer mercadería a las tiendas localizadas dentro de un radio de 250

kilómetros, así como también realizar envíos a clientes particulares. Cada uno de estos centros posee características especiales que se adaptan a la geografía y al clima donde se encuentran ubicados.

Además, Walmart cuenta con una flota de 9.000 camiones, 80.000 tráileres, y más de 12.000 conductores. El planeamiento de una efectiva ruta es el primer paso para optimizar la eficiencia de la flota de camiones debido a que permite reducir la cantidad de kilómetros manejados, realizar entregas en menor tiempo y, optimizar la utilización de combustible, colaborando así con la sustentabilidad ambiental. El armado de los itinerarios se realiza buscando minimizar el ratio de costo por kilómetro (Costo total / Cantidad de kilómetros), para lo cual también considera la cantidad de direcciones a visitar, el estado de las rutas, las velocidades máximas, los cambios de turno, y los tiempos de espera.

En EE. UU. la compañía ofrece tres distintos formatos en lo que refiere a las ventas en tiendas físicas: super centros, tiendas de descuento, o tiendas de barrio. Los primeros son los de mayor tamaño, se encuentran disponibles las 24 horas, y ofrecen una mayor variedad de mercancías, así como también alimentos comestibles; las tiendas de descuento por su parte tienen un menor tamaño así como una limitada oferta de mercancías y alimentos comestibles. Por último, las tiendas de barrio son las de menor tamaño y en las que sólo pueden adquirirse productos comestibles. A continuación, se puede ver un detalle de los tamaños de este tipo de locales:

Tabla 1. Formatos ofrecidos por Walmart y sus tamaños.

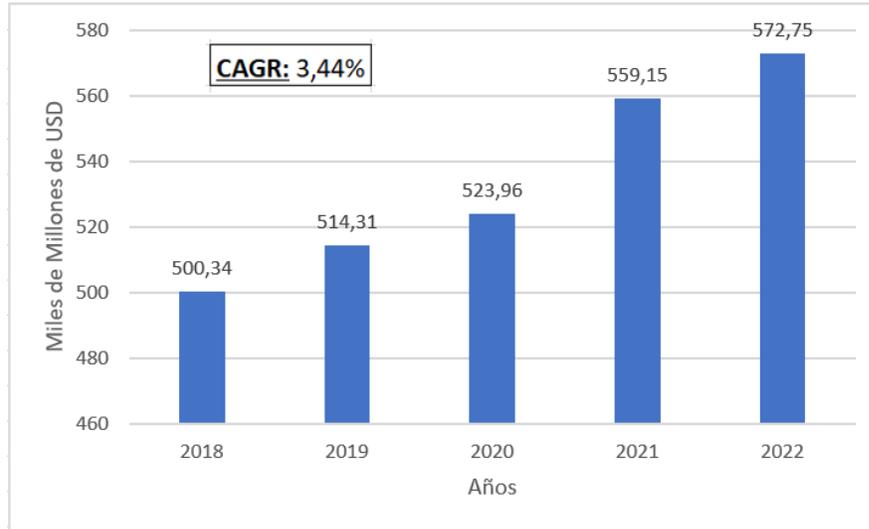
Formato	Cantidad Mínima de M2	Cantidad Máxima de M2	Promedio de M2
Super centros	6.412	24.163	16.543
Tiendas de descuento	2.788	20.539	9.758
Tiendas de barrio	2.602	6.040	3.903

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

Walmart presenta sus resultados un mes más tarde que la mayoría de las compañías, por lo que su año fiscal culminó el 31 de enero de 2022, fecha hasta donde se analiza la firma.

La facturación neta de Walmart para el año 2022 es de 572.754 millones de dólares, un 2,43% más en comparación al año anterior, un valor que se corresponde con el crecimiento de la facturación de Walmart del último lustro cuya tasa de crecimiento anual compuesta alcanzó a un valor de 3,44%.

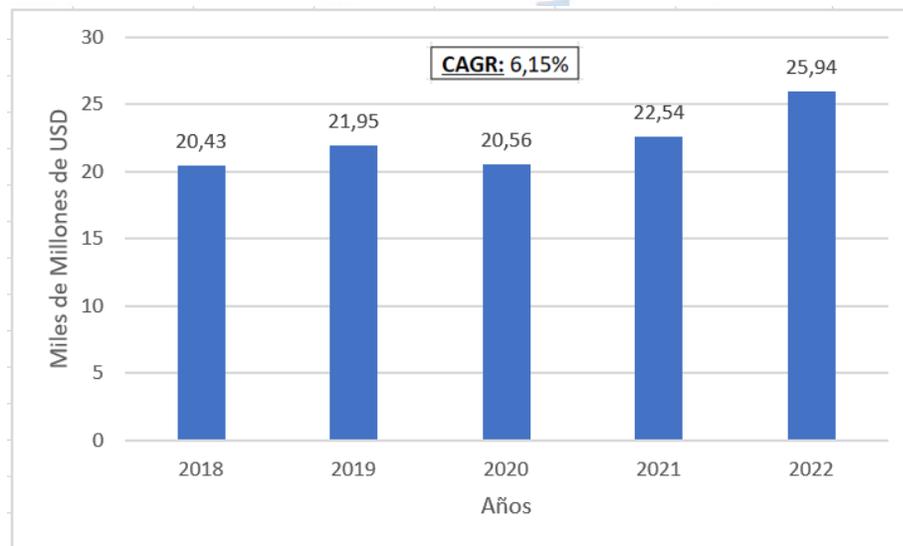
Gráfico 2. Evolución histórica de la facturación neta de los últimos cinco años (2018-2022).



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

En lo que refiere a las ganancias operativas de la firma se puede visualizar que desde 2018 en adelante se encuentran en una tendencia al alza. En el último año la compañía obtuvo ganancias operativas por 25.942 miles de millones de dólares, un 15,08% más que el año anterior, sin embargo, si vemos el período de los últimos 5 años tenemos una tasa compuesta anual de crecimiento de 6,15%.

Gráfico 3. Evolución histórica de las ganancias operativas de los últimos cinco años (2018-2022).



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

3.1 Orígenes de Walmart.

A principios de 1950, Sam Walton alquila su primer local bajo el nombre de "Walton's Five and Dime" con el objetivo de vender productos a precios bajos para obtener un gran volumen de ventas con estrechos márgenes de ganancia. El concepto se mantiene hasta la actualidad, hacer la diferencia ayudando a las comunidades a ahorrar dinero y vivir mejor ofreciendo precios competitivos. Con una inversión inicial de USD 30.000.- Sam llega a obtener un retorno de USD 250.000.- en su quinto año, momento en el cual expira el contrato de alquiler, y, al no poder llegar a un acuerdo para su renovación, decide mudar su tienda.

Debido al éxito de su primer local, Sam decide ampliar su modelo de negocio creando en 1962 la primera tienda de Walmart en Roger, Arkansas, aproximadamente a unos 10 kilómetros de distancia. Este fue el puntapié inicial para una firma que, cinco años más tarde, instalaría 24 locales en todo Arkansas y alcanzaría más de 12 millones de dólares en ventas. En 1968 Sam Walton decide salir de su Estado natal para abrir sus primeras tiendas en los Estados aledaños de Missouri y Oklahoma.

Ocho años más tarde, en 1970, la empresa es listada en el mercado de valores bajo el nombre legal de Wal-Mart Stores Inc. con una cotización de cierre de USD 16,50. El objetivo en ese entonces paso a ser otro, ganar escala a nivel nacional y conquistar el país. En 1972, Walmart abre su primer centro de distribución en Arkansas, alcanza a tener 51 locales activos, y una facturación por ventas de 78 millones de dólares, estas marcas, le permiten ser incorporada en el New York Stock Exchange (NYSE).

Para el año 1975, la compañía opera en los Estados de Arkansas, Kansas, Luisiana, Missouri, Oklahoma, Tennessee, Mississippi, y Texas, con más de 7.500 empleados distribuidos en 125 locales, con una facturación de 340 millones de dólares en ventas.

En la década de 1980, Walmart continua con su rápido crecimiento, con un total de 276 tiendas y más de 21,000 empleados; alcanza sus primeros 1.000 millones de USD de facturación, lográndolos de forma más rápida que cualquier otra compañía de su época. En los 80's, la compañía amplía su mercado abriendo en Oklahoma el primer Sam's Club, una tienda orientada a la venta al por mayor que opera a través de clientes miembros de su club de precios, junto con el primer Walmart *Supercenter* en Missouri, combinando artículos de ropa y un supermercado a gran escala brindando una experiencia de compra superadora. No obstante, Walmart reemplaza las cajas registradoras por un sistema computarizado que se utiliza hasta la actualidad, el famoso código de barras. Este sistema fue fundamental para el modelo que el Sr. Walton quería en su local. Él insistía en que el cliente debía tener la posibilidad de elegir entre una gran

variedad de productos, por lo que había que tener stock suficiente para colocarlo en góndola, pero a su vez, un exceso de estos significaría un costo adicional para la firma; esta nueva tecnología le permitiría tener un registro preciso e instantáneo de sus recursos, permitiendo optimizar el número de productos disponibles. Además, la familia de Sam crea la Fundación Walton dedicada a mejorar la educación infantil, proteger al medio ambiente, y colaborar con el Estado de Arkansas.

En los años '90, la firma se convierte en la empresa minorista número uno de los Estados Unidos basándose en dos pilares fundamentales, su *estrategia Everyday Low Prices* y, la comodidad brindada al ofrecer una experiencia de compra total a través de la variedad de productos ofrecida en sus tiendas.

Luego de haberse expandido por todo EE. UU., la firma persigue un nuevo objetivo, expandirse en el plano internacional. En este sentido, en 1991, a través de una alianza con Cifra, una compañía minorista de origen mexicana lanza su primer Sam's Club fuera de los Estados Unidos, más precisamente en la ciudad de México.

Un año más tarde, Sam Walton es condecorado con la medalla presidencial de la libertad por parte del entonces presidente George W. Bush, considerada como el reconocimiento más alto que un ciudadano norteamericano puede obtener. En la ceremonia pronuncia un discurso que luego se convertiría en la misión de la empresa: "Si trabajamos juntos, bajaremos el costo de vida [...] le daremos al mundo la oportunidad de ahorrar y tener una vida mejor". Históricamente su foco siempre estuvo basado en ofrecer el mejor precio del mercado brindando una gran variedad de productos de primera calidad. Como fue mencionado previamente, *Everyday Low Prices*, es la denominación de su filosofía, a partir de la cual busca obtener una ventaja competitiva a través de precios. *Everyday Low Costs*, es la metodología utilizada para optimizar gastos, de manera tal que esos ahorros en el proceso productivo puedan ser luego transferidos a los clientes a través de precios más competitivos. Una semana más tarde de su reconocimiento, Sam Walton fallece producto de una larga lucha contra un cáncer de huesos a sus 74 años. Su hijo mayor, Rob Walton, lo reemplaza como presidente de la junta. Durante esta década, Walmart se expande a Canadá, China, Reino Unido, entre otros, y alcanza una facturación récord de 100 miles de millones de USD en el año 1997.

Durante el nuevo milenio el desafío es distinto, luego de haberse instalado en los Estados Unidos, y al estar ganando escala internacional, la evolución tecnológica experimentada en las últimas décadas obliga a Walmart a ofrecer una experiencia de compra integral, ya sea en una tienda física, o a través de un dispositivo móvil.

En esa línea, se desarrollaron en los años 2000, las plataformas digitales Walmart.com y samclub.com, permitiendo realizar compras en línea a los clientes norteamericanos, y desde entonces su presencia digital ha ido en franco ascenso. De hecho, es en esta década que, por primera vez, Walmart se posiciona en el ranking *Fortune* como una de las 500 compañías más importantes de los Estados Unidos.

A principios de 2005 la firma decide renovar su compromiso con la sustentabilidad, es por ello por lo que, con el objetivo de reducir sus desechos, comienza a utilizar energías renovables, a vender productos sustentables, y a trabajar con proveedores que participen en programas similares de cuidado del medioambiente. No obstante, también renueva el compromiso con la sociedad contribuyendo con 18 millones de dólares y 2.500 camiones de suministros a las víctimas de los huracanes Katrina y Rita que produjeron desastres en todo el país.

En 2007, Walmart.com lanza su servicio "*Site to Store*", que permite a sus clientes realizar sus compras en línea para luego retirarlas en las tiendas. Hoy en día la firma tiene aproximadamente 7.300 puntos de entrega alrededor del mundo. En 2010 la empresa destina dos mil millones de dólares hasta 2015 en búsqueda de acabar con el hambre en los Estados Unidos. Ese mismo año Walmart desembarca en la India y se involucra en la agricultura sustentable.

Un año más tarde, en 2011, amplía su negocio a Sudáfrica a través de adquisiciones alcanzando su local número 10.000 en todo el mundo. En el año 2016, Jet.com se fusiona con Walmart. A su vez realiza una alianza estratégica con jd.com, la compañía china más grande de ventas online, trazando un plan de objetivos hasta el año 2025 basado en mejorar la calidad de vida de las personas en todo el mundo.

En 2017 comienza su servicio de "entrega a las 48 horas" post compra para más de dos millones de productos sin ningún tipo de membresía requerida. Este mismo año adquiere *MoodCloth* (firma de ropa), *Moosejaw* (empresa minorista de ropa), y *Parcel* (compañía de logística), al mismo tiempo Jet se fusiona con *ShoeBuy.com*, una tienda minorista de ventas online de calzado, luego renombrada como *Shoe.com*

En el año 2018 se modifica el nombre legal de Wal-Mart Stores Inc. a Walmart Inc., y se anuncian algunas medidas en favor de los empleados tales como, un aumento del salario mínimo, beneficios por paternidad y maternidad, así como también un bono anual para ciertos empleados, o como Sam les decía, asociados.

Con propósito de ampliar su portafolio y adentrarse en el mercado internacional, Walmart adquiere *Flipkart* y *Mintra* (firmas indias de comercio electrónico), junto con esta adquisición también adquiere *Bare Necessities* (firma líder en venta de ropa íntima), *Eloquii* (compañía de ropa femenina), *PhonePe*

(proveedora de pagos digitales), y *Art.com* (el minorista más grande de venta de arte y productos de decoración de paredes). Durante 2019 se abre el primer centro clínico Walmart, un centro de cuidados médicos para el diagnóstico, cuidado, y prevención de enfermedades. Además, también se lanza Walmart *Connect*, una plataforma de publicidad que ofrece a los anunciantes el acceso a una enorme base de datos para que puedan llegar a una audiencia más amplia a través de diferentes canales. También se intensifica su servicio de *Pickup*, brindándole al cliente la posibilidad de estacionar en un sector especialmente reservado para que un empleado guarde toda la mercadería en el baúl. Esta metodología fue muy utilizada durante toda la pandemia debido a la posibilidad de evitar el contacto directo con otras personas.

Un año más tarde, en 2020, se estrena Walmart+ en Estados Unidos, un servicio de membresías que incluye envíos a domicilio sin cargo ilimitados, descuentos exclusivos en compras en línea, descuentos en combustibles, así como también experiencias "*Scan & Go*" para optimizar las compras realizadas de manera presencial en las tiendas. Este servicio cuenta actualmente con aproximadamente 20 millones de suscriptores.

Imagen 1. Fachada de un local típico de Walmart en la actualidad.



Fuente: Página web de Walmart Inc.

En el mismo año, el mundo sufre el impacto de la pandemia Covid-19, y la firma no fue ajena a ello. Se redoblaron esfuerzos, y salió a flote su compromiso social. Múltiples tiendas a lo largo de todo el país hicieron las veces de centros de testeos, así como también se convirtieron en centros vacunatorios.

Desde entonces, la compañía avizora un aceleramiento en el crecimiento de su plataforma de comercio electrónico, siendo claramente una compañía beneficiada por la pandemia y los nuevos hábitos de compra en línea. Para 2021 Walmart y Sam's Club administraron más de diez millones de vacunas contra el Covid-19 ayudando a contener los efectos de la pandemia. No obstante, también invirtió en entregas vía drones, soluciones de pagos digitales, y vehículos autónomos.

3.2 El Nombre

Walton's Five and Dime fue el origen de lo que hoy conocemos como Walmart. El nombre del primer local, abierto en el año 1945, consistía en el apellido de su creador, Sam Walton, y 5 y 10 centavos en referencia a los precios de saldos a los que ofrecía sus productos. Casi dos décadas más tarde, más precisamente el 2 de julio de 1962 se abrió la primera tienda denominada Walmart. Su nombre consiste en un juego de palabras entre, el apellido Walton ("Wal"), y un apócope de *Market* palabra que significa mercado en inglés ("Mart").

Si bien la firma atravesó una infinidad de cambios en todos estos años, el nombre que acompaña a esta compañía se mantiene vigente desde sus orígenes, algo que se mantiene inamovible por más de 60 años.

3.3 El Logo

Como puede verse a lo largo de la historia en los diferentes logotipos de Walmart, ambas palabras fueron separadas en algunos casos con un guion alto o incluso con una estrella, aunque en la actualidad la marca Walmart se escribe de corrido. En el 2008 como parte de una modernización de la firma se renovó el logo introduciendo lo que Walmart declaró oficialmente como un símbolo que representa todas las grandes ideas que ayudaron a desarrollar la compañía a lo largo de los años. Las seis chispas, tal como la firma las autodenominó, representan los siguientes conceptos: Cliente, respeto, integridad, asociados, servicio, y, excelencia.

Imagen 2. Evolución del logo de Walmart a lo largo de su historia (1962-2022).

1962-1964

Walmart fue lanzada al mercado sin un verdadero logo. Durante dos años, la fuente, el logo, y el estilo, fueron elegidos por la imprenta.



1964-1981

En 1964 la firma selecciono la fuente. Esta tipografía denominada "Frontier Font Logo" fue la primera oficial y fue utilizada por casi 20 años.



1981-1992

Luego de 17 años la compañía eligió un logo más fresco y a su vez decidió apuntar al color marrón en su logo.



1992-2008

En 1992 se reemplazo el guión por una estrella. Se mantuvo la tipografía pero se decidió renovar el color volviendo al azul tal como el primer logo.



2008-Actualidad

En 2008 Walmart atravesó el cambio de logo más significativo hasta la fecha introduciendo una nueva fuente y una estrella de color amarillo

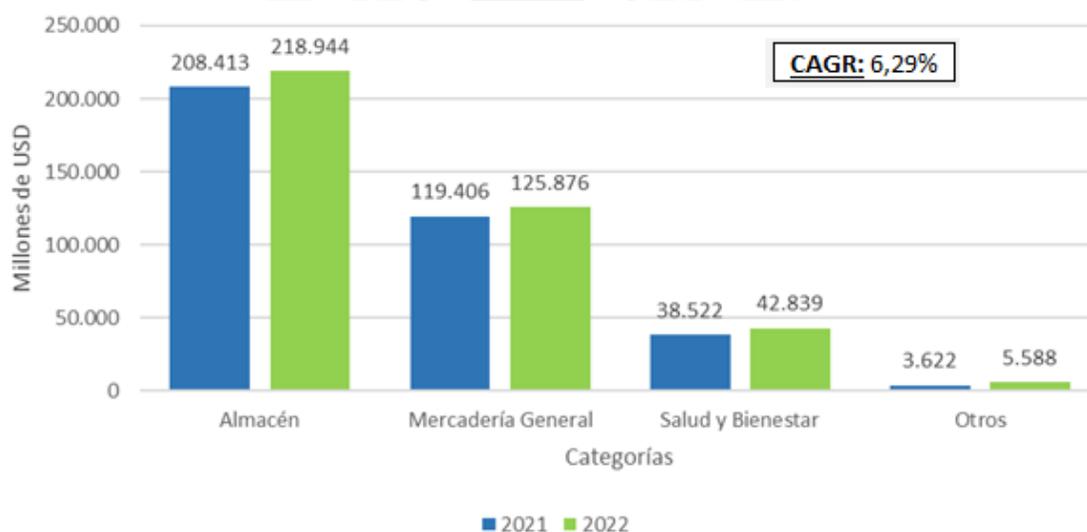


Fuente: Elaboración propia a partir de página web de Walmart Inc.

3.4 Tipos de productos.

La mercadería vendida por Walmart se puede clasificar en cuatro grandes categorías. Productos de almacén que incluye comestibles secos, lácteos, carnes, frutas y verduras, fiambres y panadería, alimentos congelados, bebidas alcohólicas y no alcohólicas; mercadería general que abarca, productos de entretenimientos tales como juguetes, video juegos, películas, música, y libros, productos de vestimenta que cuenta con ropa para hombres, mujeres, niños, zapatillas, joyas, y accesorios, productos para el hogar que contiene muebles y artículos para el hogar, decoración, accesorios, y además, por último, productos de línea dura que incluyen productos de la industria automotriz, ferretería y pintura, artículos deportivos, vida al aire libre, y papelería; la siguiente categoría está compuesta por productos de salud y bienestar entre los que se encuentran productos de farmacia, venta de fármacos y otros productos médicos, servicios ópticos y otros servicios clínicos; y, por último, la categoría otros.

Gráfico 4. Ventas por categoría de productos en Walmart EE. UU. para los años fiscales 2021 y 2022.

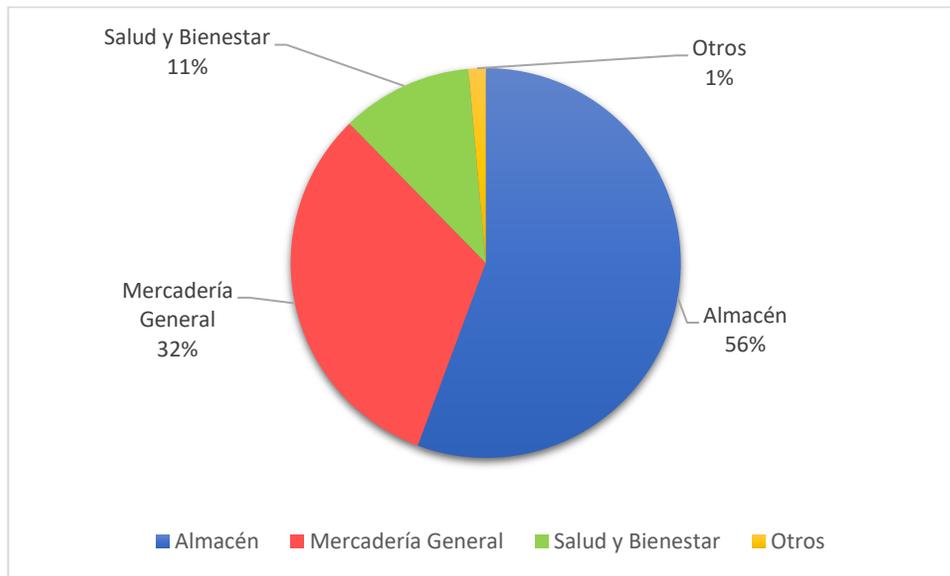


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

En el año fiscal 2022 el segmento local reportó ventas pertenecientes a la categoría "almacén" por 218.944 millones de dólares, "mercadería general" se posicionó segunda con un total de ventas que se ubicó en el orden de los 125.876 millones de dólares, luego "salud y bienestar" recaudó 42.839 millones de dólares, y por último "otros" con 5.588 millones de dólares. La mercadería de marca Walmart y otras marcas propias representan una porción significativa de la mercadería vendida en Walmart U.S. En el último cuadro

se pueden visualizar comparativamente los ingresos de los años 2021 y 2022 para cada una de las categorías, mientras que en el próximo se puede apreciar la ponderación de cada categoría en las ventas del año fiscal 2022.

Gráfico 5. Ventas porcentuales por categoría en Walmart EE. UU. para el año fiscal 2022.



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

Generalmente, los precios más competitivos que se encuentran en Walmart corresponden a los artículos de "almacén" debido a que es difícil ahorrar dinero en ellos y Walmart tiene precios competitivos todos los días. Durante el año fiscal 2022 los ingresos de esta categoría representaron el 56% de las ventas totales de Walmart. Este registro nos permite asumir que Walmart es una empresa estable en lo que refiere a sus ventas producto de que la gran mayoría de sus ingresos provienen de productos consumibles y de primera necesidad.

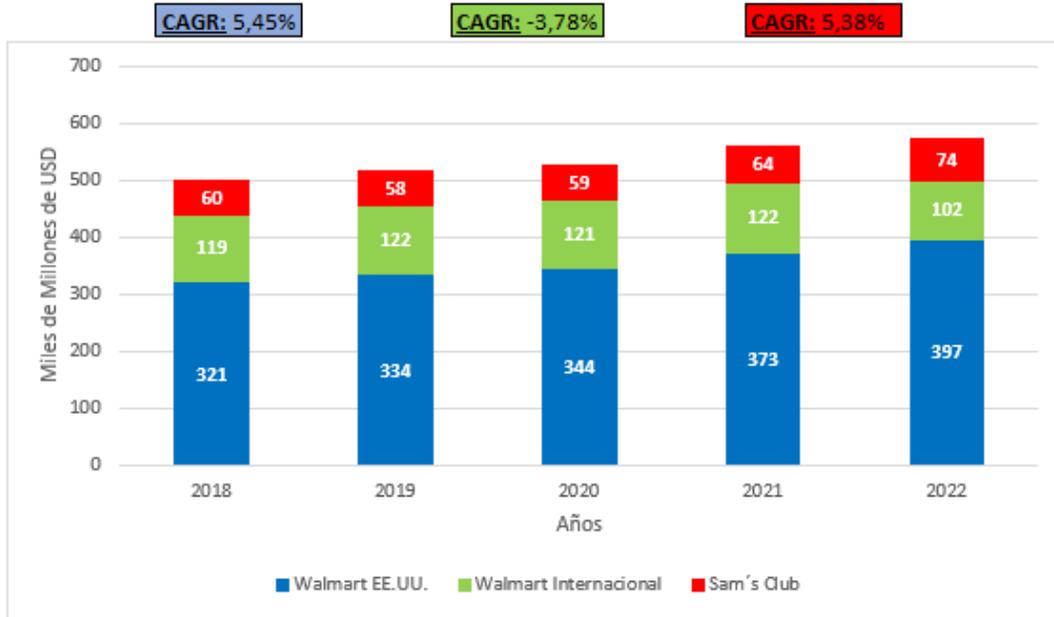
En el último año, el producto más vendido por la firma han sido las bananas, seguidos de papel higiénico, cereales, utensilios de cocina, suministros escolares y de oficina, así como también ropa deportiva.

3.5 Las Unidades de Negocio.

La empresa se encuentra comprometida con sus operaciones tanto en los Estados Unidos como en varios países del mundo a través de sus tres segmentos. En primer lugar, se encuentra Walmart EE. UU., la unidad con más antigüedad y con mayor nivel de ventas de la firma. La segunda unidad en importancia es

Walmart Internacional que opera en 24 países en todo el mundo. Por último, se encuentra Sam's Club, tienda dedicada al comercio mayorista exclusivamente para miembros.

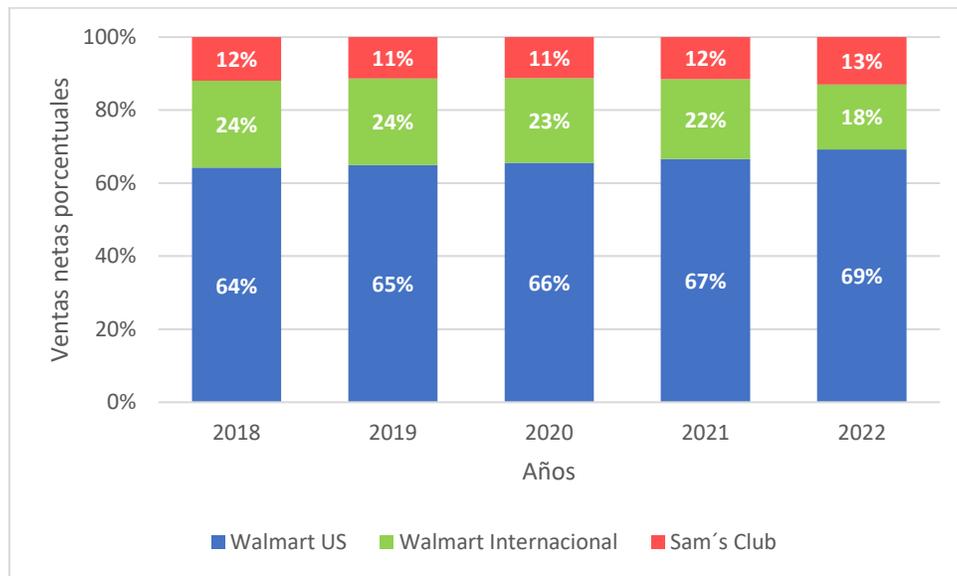
Gráfico 6. Evolución de ventas por segmento y año fiscal de Walmart de los últimos cinco años (2018 – 2022).



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

Walmart compite de numerosas maneras con sus competidores incluyendo precios, variedad, servicio ofrecido a clientes, localización, la experiencia general de compra, y el atractivo y facilidad de las plataformas digitales, así como también el costo y la velocidad de las opciones de entrega a clientes, o a través de su integración omnicanal de sus tiendas físicas y digitales.

Gráfico 7. Evolución de ventas netas porcentuales de Walmart segmentada por segmento y por año fiscal de los últimos cinco años.



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

La estrategia principal de la compañía se basa en liderar a partir de precios competitivos, ofreciendo una gran variedad de productos, brindando una gran experiencia de compra. La misma fue diseñada con el objetivo de mantener una fidelidad en el cliente confiando en que los precios se mantendrán competitivos y no cambiarán sustancialmente bajo alguna actividad promocional.

La compañía tiene la capacidad de ofrecer sus productos a través de numerosos canales de venta, tanto en su mercado doméstico, como en el internacional. Esto genera una ventaja competitiva para la firma que genera una barrera de entrada para otros nuevos competidores que quieran participar del mercado minorista. Tal como se puede visualizar en el gráfico 6 los ingresos por segmentos suelen mantenerse estables a lo largo del tiempo siendo Walmart EE. UU. la unidad operativa con mayor recaudación genera con casi un 70% de los ingresos por ventas totales.

En el aspecto internacional Canadá, China, India, y México son los principales exponentes del sector, además, recientemente la firma ha salido de los mercados de Argentina, Japón, y Reino Unido, buscando reposicionar su portafolio a mercados con mayor crecimiento.

La oficina principal se ubica en Arkansas, existen locales minoristas y centros de distribución tanto propios como alquilados, tanto nacional como internacionalmente ya sea para operaciones, como para

gestión de inventario. Los arrendamientos de tiendas prevén alquileres anuales, algunos de los cuales aumentan durante el arrendamiento original o bien estipulan un adicional basado en el volumen de ventas.

Como se puede observar en la tabla Walmart adopta diferentes estrategias de acuerdo con el segmento. En lo referente al ámbito local se puede ver como Walmart posee el 86% de los locales minoristas tanto para Walmart EE. UU. como para Sam’s Club, en tanto que posee una proporción considerablemente menor de los centros de distribución.

Adicionalmente, el sector internacional presenta una estrategia completamente distinta, uno de cada cuatro locales minoristas es propiedad de Walmart, siendo considerablemente mayor la cantidad de locales arrendados; lo mismo sucede con los centros de distribución en donde aproximadamente uno de cada seis pertenece a la compañía.

Tabla 2. Tiendas propias y alquiladas de Walmart segregadas por segmento para el año fiscal 2022.

Segmento	Categoría	Propios	Alquilados
Walmart EE.UU.	Locales Minoristas	4.065	677
Walmart Internacional		1440	3811
Sam’s Club		513	87
Walmart EE.UU.	Centros de Distribución	110	47
Walmart Internacional		22	157
Sam’s Club		11	17

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

3.5.1 Walmart EE. UU.

El segmento más importante de la compañía opera en los 50 Estados para el año fiscal 2022 registrando ventas por 396 miles de millones representando el 69% de sus ventas consolidadas, por encima de los valores registrados en 2021 y 2020 los cuales arrojaron registros de 370 y 341 miles de millones de dólares.

Walmart EE. UU. se encuentra disponible a través de supercentros, tiendas de descuento, y tiendas de barrio, así como también a través de aplicaciones móviles las 24 horas del día. De manera consistente con su estrategia, Walmart EE. UU. continúa desarrollando nuevas herramientas tecnológicas y servicios para servir a los clientes y ayudarlos de la manera más eficiente posible, tales como, servicios de *pickup* y

delivery, Walmart+, *ship-from-store*, y otras iniciativas las cuales proveen una experiencia completa a través de su presencia en el omnicanal.

Imagen 3. Tiendas Físicas totales de Walmart en marzo 2022.



Fuente: Documental de la cadena CNBC sobre Walmart.

La compañía posee un total de 157 centros de distribución localizados estratégicamente en todo Estados Unidos. Para el corriente año fiscal, la mayoría de las compras en tienda eran mercaderías provenientes de estos locales, mientras que la parte remanente provenía en gran medida directamente de los proveedores.

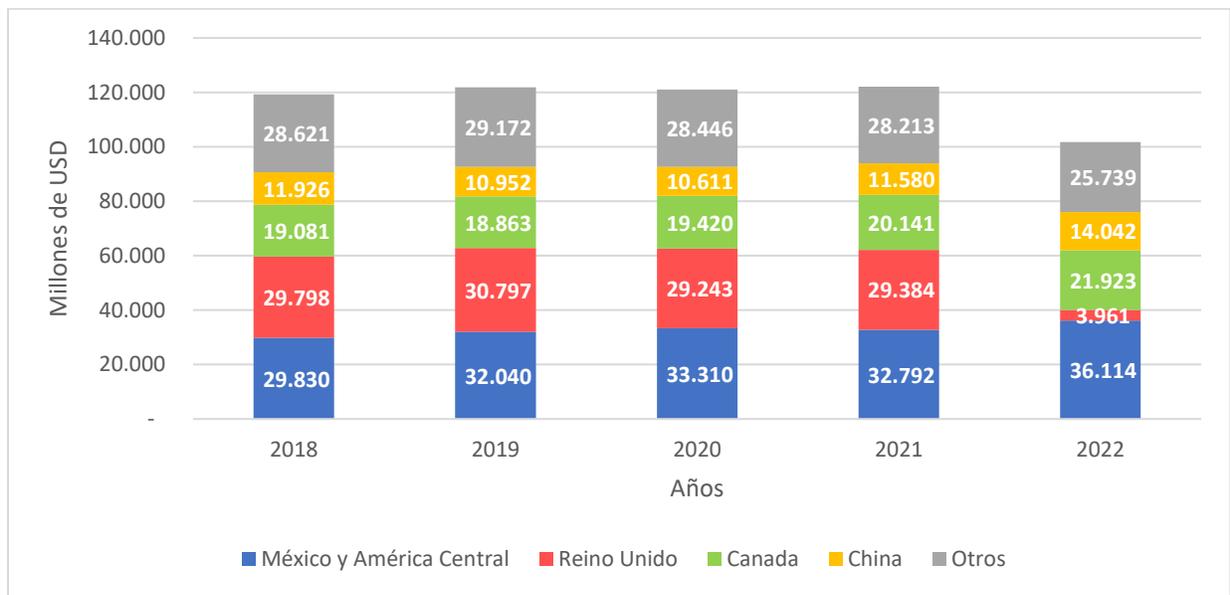
3.5.2 Walmart Internacional

El segmento internacional es el segundo más importante de la compañía operando en 24 países al 31 de enero de 2022. La firma opera a través de subsidiarias en Canadá, Chile, China, África (Botswana, Ghana, Kenya, Lesotho, Malawi, Mozambique, Namibia, Nigeria, Sudáfrica, Eswatini, Tanzania, Uganda, y Zambia), India, así como también México, y América Central (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, y, Nicaragua).

Walmart Internacional se encuentra orientado principalmente hacia el mercado minorista aunque también cuenta con cierta participación en el sector mayorista. Se compone de supercentros, supermercados, hipermercados, club de almacenes, así como ventas en línea.

El sector internacional tuvo ventas por 101,8 miles de millones de dólares para el año fiscal 2022, representando el 18% de las ventas consolidadas, valores por debajo del año 121,4 y 120,1 miles de millones de dólares para los años 2021 y 2020 respectivamente. Cabe destacar que esta unidad de negocio suele tener impactos negativos por las fluctuaciones del tipo de cambio de cada país.

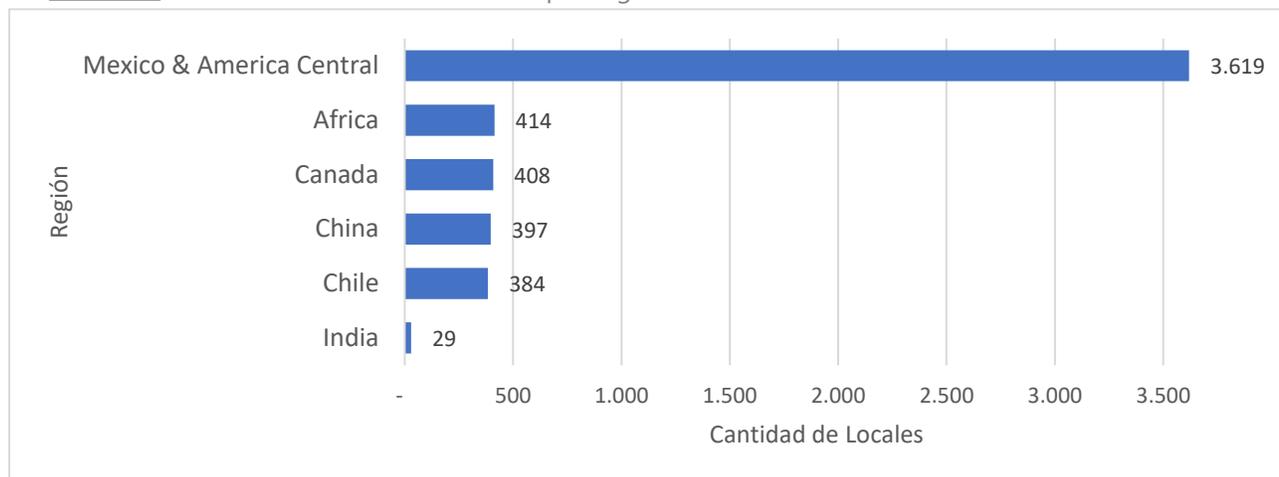
Gráfico 8. Ventas anuales por región de Walmart de los últimos cinco años fiscales (2018 – 2022).



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Este segmento provee una experiencia omnicanal a los clientes integrando ventas minoristas y mayoristas, de forma presencial y en línea, ofreciendo alternativas tales como *pickup*, y servicios de entrega.

Gráfico 9. Cantidad de locales de Walmart por región en el año fiscal 2022.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

La estrategia de Walmart Internacional es similar a la del segmento local en Estados Unidos desarrollando marcas propias para servir a los clientes con productos de gran calidad y a precios bajos.

Para la entrega de productos, Walmart posee 179 centros de distribución distribuidos en todo el mundo. En estas instalaciones se procesan y distribuyen productos nacionales e importados de las unidades operativas del segmento Walmart Internacional. Durante el año fiscal 2022, la mayoría de las órdenes de compra de Walmart Internacional pasaron por estas instalaciones de distribución. Los proveedores envían el remanente directamente a las tiendas en los distintos mercados en los que se operan.

En todo el segmento, Walmart cuenta con redes eficientes que conectan tiendas físicas y centros de distribución, que conectan y facilitan el movimiento de mercancías directo hacia donde viven los clientes.

3.5.3 Sam's Club

Este segmento opera activamente en 44 Estados de los EE. UU. y en Puerto Rico. Sam's Club es un mercado mayorista que opera solamente a través de membresías por lo que sólo los clientes asociados pueden comprar en este tipo de locales, sirve como proveedor de tiendas pequeñas, de hecho, su viejo slogan era, nuestro negocio es servir a los pequeños negocios.

Durante el año fiscal, este segmento obtuvo ventas por 74,3 miles de millones de dólares, representando el 13% de las ventas consolidadas de la firma. Valores que se encuentran considerablemente por encima de los 63,9 y 58,8 miles de millones de dólares alcanzados en los años 2021 y 2020 respectivamente.

Al funcionar como un club exclusivo para miembros, los ingresos por membresía son un componente significativo de los ingresos operativos del segmento. Sam's Club opera con una tasa de utilidad bruta más baja y gastos operativos más bajos como porcentaje de las ventas netas en comparación con los otros segmentos. Sam's Club provee una experiencia omnicanal a los clientes integrando tiendas mayoristas y ventas en línea a través de los servicios de pickup en tienda, *scan & go*, y entrega en tienda.

Este segmento compite con otras tiendas con descuento exclusivos para clientes, el más grande de ellos es Costco, así como también con tiendas minoristas, así como también otros competidores que tienen un alcance omnicanal y de venta en línea.

Posee 28 centros de distribución estratégicamente ubicados a lo largo de todo Estados Unidos, para algunos productos específicos se utilizan las instalaciones del segmento de Walmart EE. UU. Durante el año fiscal 2022, la mayoría de los productos fueron suministrados por sus centros de distribución, mientras que el remanente fue directamente entregado por los proveedores. Las compras realizadas a través de medio digitales fueron distribuidas por los 12 centros de distribución dedicados exclusivamente a este tipo de ventas, para los cuales Sam's Club utiliza una combinación de su flota de camiones y camionetas.

Universidad de
San Andrés

3.6 Riesgos

Los riesgos que se describen a continuación pueden afectar materialmente el negocio tanto así como los resultados de las operaciones, las condiciones financieras, la liquidez, y la reputación de la compañía.

3.6.1 Riesgos Estratégicos

Las condiciones económicas generales y otros factores económicos a nivel mundial o aquellos que afecten los mercados en los cuales opera Walmart. Las variaciones de las tasas de interés, divisas, tasas

impositivas, el nivel de inflación, los precios de los productos derivados del petróleo, incluidos el petróleo crudo, el gas natural, la gasolina, así como los costos más altos de electricidad y otras energías.

La disminución en el ingreso disponible de los consumidores, la falta de disponibilidad de crédito al consumo, mayores niveles de deuda, así como también cambios en el gasto de los consumidores y patrones de compras.

En el último año fiscal se puede visualizar como las secuelas de la pandemia comienzan a afectar de lleno a Walmart. Especialmente tomando en consideración un contexto macroeconómico de reducción de hiper liquidez monetaria, un aumento en las tasas de interés, un crecimiento de la inflación, en conjunto con aumentos en los precios del petróleo, gas, y sus derivados, aumentando los precios de los combustibles. Todo lo mencionado anteriormente conspira contra el poder adquisitivo de los consumidores, atentando contra su ingreso real, y en consecuencia en sus niveles de compra.

3.6.2 Riesgos Operacionales

Entre los riesgos de este estilo se encuentran desastres naturales, cambios climáticos, eventos geopolíticos, epidemias, pandemias, o eventos catastróficos que puedan afectar los resultados financieros. Los productos a la venta provienen de una gran variedad de proveedores locales o internacionales, por lo que también existen riesgos asociados con proveedores.

El impacto de la pandemia del COVID-19 en el mundo en el aspecto general y en la industria en particular, la posición financiera, y los resultados de las operaciones, continúa siendo impredecible y dificulta poder establecer el crecimiento de los ingresos de manera sustancial en el futuro.

En lo que refiere a riesgos operacionales esta más que claro como la pandemia ha afectado a la compañía. En este caso se puede indicar que los niveles de venta han crecido sustancialmente debido a un confinamiento que hizo que la gente al tener mayor tiempo libre y menores gastos de transporte, aumente su nivel de compras. A su vez, cabe destacar la flexibilidad y adaptación de Walmart para ofrecer y entregar sus productos a través de sus plataformas digitales.

3.6.3 Riesgos Financieros

El incumplimiento de las expectativas de mercado para pueden afectar el mercado y consecuentemente la volatilidad de la acción. Fallas a la hora de cumplir las expectativas en los registros de

ventas consolidadas, ingresos operativos consolidados, gastos de capital, tasas de crecimiento de la venta en tiendas físicas y en línea, cambios en los registros financieros estimados.

En este apartado se expone quizás uno de los puntos más sólidos de la compañía como es el de gestión y manejo del capital, de todas formas, la pérdida de nivel adquisitivo, en conjunto con una disminución de los niveles de compra, atentan contra la confianza de los accionistas a la hora de invertir su capital en la firma.

3.6.4 Riesgos Reputacionales y otros riesgos

Los mismos se encuentran sujetos a ámbitos legislativos, judiciales, contables, impositivos, políticos, y económicos, así como también las condiciones específicas a países o regiones en las cuales la firma opera que pueden afectar a la performance del negocio.

Los cambios propuestos por legislaturas o autoridades impositivas pueden tener un efecto temporal o permanente, el potencial impacto de nuevas regulaciones tanto locales como internacionales, pueden afectar los resultados de la firma.

3.7 Composición Accionaria

De acuerdo con el reporte anual del año fiscal 2022, la empresa cuenta con un total de 2.805.000 acciones, distribuidas entre 209.870 accionistas, entre los cuales, un 49% de las mismas corresponden a la empresa familiar de la familia Walton (Walton Enterprises LLC), el 33% perteneciente a instituciones financieras, y un 18% correspondiente a inversores minoristas.

Tabla 3. Primeros 10 tenedores de acciones de Walmart listados por participación accionaria.

Número	Nombre del Inversor	% Accionario	Cantidad de Acciones
1	Walton Enterprises LLC	48,38%	1.241.520
2	The Vanguard Group, Inc.	4,68%	128.344
3	Blackrock Inc.	3,42%	93.857
4	State Street Corporation	2,19%	59.957
5	Geode Capital Management LLC	0,89%	24.478
6	Price Associates Inc.	0,87%	23.919
7	Bank of America Corporation	0,83%	22.677
8	Norges Bank Investment	0,74%	20.221
9	Morgan Stanley	0,70%	19.140
10	GQG Partners LLC	0,56%	15.431

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

3.8 Rendimiento de la Acción

Las acciones de Walmart Inc. cotizan en el New York Stock Exchange (NYSE) con el ticker "WMT". 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 minorista del S&P 500, asumiendo una inversión inicial de USD 100 el día 1 de febrero de 2017 hasta el 31 de enero de 2022 con dividendos reinvertidos.

Una persona que hubiera invertido USD 100 en acciones de Walmart Inc. en el año 2017 tendría hoy USD 231,82, si hubiera invertido USD en el índice S&P 500 hoy contaría con USD 217,21, mientras que si hubiera invertido en el índice del sector del comercio minorista del S&P 500 tendría USD 296,49 (en todos los casos se presume que los dividendos son reinvertidos).

Tabla 4. Comparación de los retornos totales acumulativos de los últimos 5 años entre Walmart, el índice S&P 500, y el índice del sector comercio minorista S&P 500.

Instrumento	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Walmart Inc	100	163	150	183	229	232
Índice S&P 500	100	126	123	150	176	217
Índice S&P 500 sector minorista	100	148	159	190	278	296

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

Gráfico 10. Comparación de los retornos totales acumulativos de los últimos 5 años entre Walmart, el índice S&P 500, y el índice del sector comercio minorista S&P 500.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Trading View.

Si se compara la acción de Walmart con el índice S&P 500 se puede observar que ambos activos transitaron una tendencia al alza de largo plazo marcando mínimos crecientes y máximos ascendentes. Si se analiza la evolución de las acciones de Walmart con el índice minorista del S&P 500, se observa que salvo durante el segundo año donde correlacionan negativamente, los rendimientos de ambos instrumentos estuvieron positivamente correlacionados los cuatro años restantes del período analizado.

3.9 Criterios ESG

Los criterios ESG (*Environmental, Social, and Governance*) apuntan a los factores ambientales, sociales, y de gobierno corporativo que se tienen en cuenta al momento de realizar una inversión socialmente responsable. Es una manera de evaluar determinados factores relacionados con el impacto ambiental y social de una firma.

Existen múltiples sistemas de calificación de ESG que manejan las agencias de calificación, algunos se están basados en desempeño y otros en riesgo. Estas compañías recopilan información relevante para la evaluación del ESG y en base a ello asignan una determinada puntuación. Una de las agencias de calificación de ESG más importantes es Morgan Stanley Capital International (MSCI).

El modelo empleado por este organismo mide la resistencia que posee una determinada empresa a riesgos ambientales, sociales, y de gobierno corporativo a largo plazo. Las calificaciones se agrupan en tres categorías: Líder (AAA, AA), promedio (A, BBB, BB), y rezagado (B, CCC).

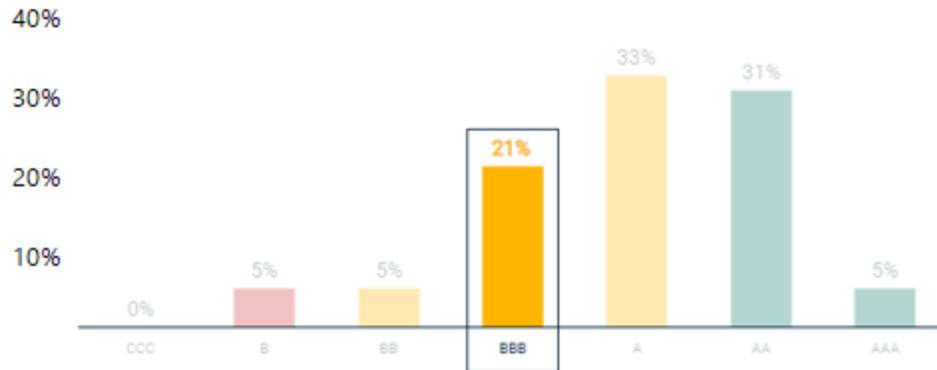
La calificación ESG de MSCI asignada a Walmart para el año 2022 es BBB encontrándose en el promedio de la industria minorista.

Imagen 4: Calificación ESG de Walmart en 2022.



Fuente: MSCI.com

Gráfico 11: Distribución de la calificación ESG a empresas de la industria minorista en 2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MSCI.com

Walmart es una compañía altamente identificada con el ciudadano norteamericano y, a su vez, sumamente comprometida con todas las causas relacionadas con el desarrollo de la sociedad y el cuidado del medio ambiente.



3.9.1 Sustentabilidad

En lo referido al cuidado del medioambiente, Walmart se encuentra en una transición hacia una economía de carácter circular con el objetivo de poder regenerar los materiales, los envases, y la energía, que utiliza en su funcionamiento. Aspira a lograr cero residuos en el futuro trabajando de manera comprometida con sus proveedores, empleados, clientes, y comunidad.

La compañía lanzó un Proyecto Gigatón a través del cual pretende reducir o evitar mil millones de toneladas métricas de emisiones de gases de efecto invernadero de su cadena de valor global para 2030, estableciendo objetivos y tomando medidas considerando seis categorías: El uso de la energía, el diseño y uso de los productos, la gestión de los residuos, la gestión de los envases, la deforestación, y la agricultura sustentable.

Hasta la fecha, los proveedores informan haber superado más de la mitad de ese camino habiendo reducido o evitado más de 574 millones de toneladas métricas de emisiones de la cadena de suministro.

Todas estas acciones se encuentran dirigidas a alcanzar un objetivo de largo plazo que es alcanzar cero emisiones de gases de efecto invernadero a nivel global para 2040 a lo largo de toda su cadena de producción.

Adicionalmente, en su último reporte de ESG, reiteró su compromiso de ayudar a proteger, restaurar, o administrar, de manera sostenible, más de 200 mil metros cuadrados de tierra, y tres millones de metros cuadrados de océano para el año 2030.

3.9.2 Social

Con respecto al aspecto social, la relación entre Walmart y la comunidad norteamericana es bastante estrecha. A principios de 1980 se fundó la Fundación Walton con el propósito de crear oportunidades para los individuos de bajos recursos y brindar soporte a las comunidades locales.

Es más que destacable el rol que tomo la empresa durante la pandemia, por un lado, transformando sus locales en sitios de testeo y centros de vacunación. Se estima que en los establecimientos de la firma se brindaron más de cinco mil dosis a toda la comunidad estadounidense. Por otro lado, la firma contribuyó con más de USD 25 millones de dólares a organizaciones sociales que trabajaban contra el avance del coronavirus.

Desde 2006 hasta la actualidad la firma ha donado más de tres millones de kilos de alimentos a comedores a lo largo de todo Estados Unidos, y, en todo este año 2022, se brindarán más de 350 miles de horas para voluntariado social, se estima una reducción de la huella de carbono en un 7%, así como también se habrán donado más de USD 130 millones de dólares a través de la Fundación.

3.9.3 Gobierno Corporativo

En lo referente a esta categoría, Walmart establece altos estándares en la gestión de la ética y la transparencia para el éxito y crecimiento de largo plazo, mitigando así el riesgo empresaria, generando confianza en los clientes, proveedores, e inversionistas, procurando una estabilidad financiera. Asimismo, tiene un compromiso muy grande en lo que refiere a la ética, la igualdad de oportunidades, y la no

discriminación de ningún individuo, para lo cual se han brindado cursos a más de dos millones de asociados referentes a la igualdad y a la ética.

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

4. La Industria minorista

Es aquella donde las empresas ofrecen bienes y servicios para uso personal directamente a los consumidores a través de múltiples canales de distribución. Este sector se ha visto fuertemente transformado tras la pandemia forzando al cierre de cientos de tiendas y generando una incertidumbre en cuanto al futuro de la experiencia en tienda.

Este sector forma parte de un sector defensivo que tiende a presentar una importante estabilidad producto de su baja elasticidad consecuencia del carácter esencial que poseen los productos que se comercializan. En definitiva, estamos haciendo referencia a negocios que presentan una limitada relación con el ciclo económico, a diferencia del consumo discrecional o empresas cíclicas que producen aquellos bienes o servicios que, a pesar de ser deseables, no son esenciales para el consumidor.

Este sector tiene una importancia clave en el desarrollo de las economías mundiales, de hecho, un 5,7% del Producto Bruto Interno de la economía norteamericana proviene del sector minorista. Esta industria es responsable del 25,8% del empleo del país, lo que significa estadísticamente que uno de cada cuatro empleados trabaja activamente en este rubro.

El sector minorista se especializa en la comercialización de bienes y servicios a grandes cantidades de clientes. Dentro de esta industria se pueden aglutinar todas las tiendas o locales comerciales dedicadas a la entrega de productos de consumo masivo de forma directa al consumidor final.

La imagen más tradicional de la industria minorista la constituyen los supermercados, sin embargo, debido a la evolución que han tenido estos, existen otros locales que se encuentran asociados a esta industria tales como, casas de artículos para el hogar, farmacias, ferreterías, librerías, entre otros.

La complejidad de este sector en particular viene dada por la amplia variedad de artículos que ofrece, así como también la cantidad y complejidad de operaciones efectuadas. Esto hace que sea un mercado más que competitivo generando altas barreras de entrada para el ingreso de potenciales competidores.

Los cambios tecnológicos han redefinido esta industria modificando la manera tradicional en que los consumidores adquieren sus bienes o servicios. Tradicionalmente los comercios minoristas adquirían mercadería en volumen para reducir costos y vender con el mayor margen posible. Este modelo tradicional asumía que el cliente se dirija de manera obligada a un punto de venta físico, algo que con el correr del tiempo y con el avance de la tecnología ha ido desapareciendo.

El sector minorista debe redefinirse hoy a partir de un nuevo paradigma que se centre ofreciendo soluciones integradas de manera tal que puedan adaptarse a las preferencias de cada uno de los clientes. Las cadenas que no logren adaptarse a este nuevo paradigma que incluye el mundo digital seguirán siendo reemplazadas por nuevas cadenas que sí han podido evolucionar e incorporar estos nuevos escenarios.

Los consumidores han ido modificando sus hábitos, entre ellos la manera en que compran, incorporando la compra a través de plataformas digitales tendencia que se aceleró durante la pandemia. Esta nueva metodología es beneficiosa tanto para el comprador como para el vendedor.

Por un lado, el cliente puede optimizar su tiempo sin necesidad de salir de su hogar, pudiendo acceder a todos los productos a través de una plataforma digital. Por otro lado, las empresas minoristas tienen la posibilidad de incrementar sus ventas sin necesidad de seguir aumentando sus costos fijos de alquiler de local, góndolas, luz, limpieza, empleados, etc. Se puede concluir entonces que este nuevo paradigma viene a ofrecer un modelo donde ganan tanto compradores como vendedores.

En este contexto el modelo tradicional del comercio minorista es cada vez menos eficiente en comparación con la venta a través del comercio electrónico. En este sentido, se plantea un desafío para las empresas de esta industria de ver cómo aportarles valor a las tiendas físicas y mantener un alto grado de fidelización.

Las tiendas físicas continuarán existiendo y coexistirán con el comercio electrónico. Este cambio de hábito en la manera de comprar no sucede porque los antiguos clientes hayan cambiado su manera de comprar, sino, más bien, debido a que han ingresado nuevos participantes al mercado, clientes que nacieron con el cambio tecnológico, que se criaron en la nueva era digital.

Para adecuarse a este mercado dinámico, Walmart Inc. creó lo que ellos mismos definieron como *omnicanalidad*, una experiencia focalizada en el cliente, integrando tanto locales físicos como comercio electrónico, a través de servicios de retiro en tienda y entrega a domicilio. De esta manera el cliente puede elegir entre comprar tanto en línea como presencialmente en el local, así como también retirar su compra en alguna de las tiendas o recibir la misma en su domicilio. Se destaca la flexibilidad de Walmart, ofreciendo soluciones integrales adaptables a todos los escenarios posibles.

Desde hace varios años se vislumbra un mercado basado en la transformación digital enfocado en tres pilares: La omnicanalidad y el avance del comercio electrónico, la exigencia de la inmediatez por parte del consumidor, los nuevos avances tecnológicos, como la *big data* y el *data science* que permiten identificar patrones, elaborar estrategias, y direccionar las ofertas de sus productos a determinados tipos de clientes.

Las empresas que han podido reinventarse de manera rápida, transformando su enfoque multicanal para crear una experiencia de calidad al cliente, se han recuperado más rápidamente de la crisis provocada tras el Covid-19.

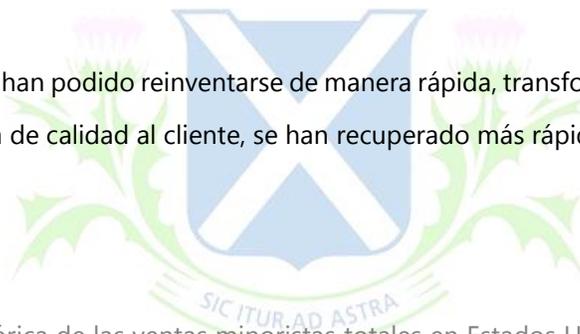


Gráfico 12. Evolución histórica de las ventas minoristas totales en Estados Unidos de los últimos diez años (2013 – 2022).

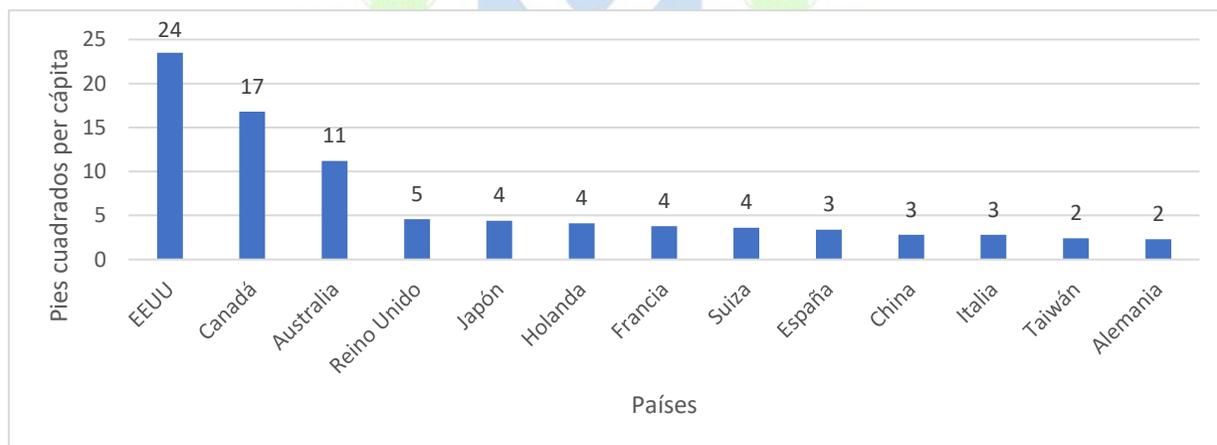


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista.

En el año 2021 las ventas minoristas en Estados Unidos alcanzaron un nivel de 6.624 miles de millones de dólares mientras que para el año fiscal 2022 se ubicaron en el orden de los 7.004 miles de millones de dólares. Con más de un millón de establecimientos, emplea directamente a más de 30 millones de personas, y sostiene directa o indirectamente más de 42 millones de puestos de trabajo.

Tal como fue indicado previamente la industria del comercio minorista ha sido un negocio caracterizado por ser estable y tradicional. En la década del '80 las grandes tiendas dominaban el mercado, con locales organizados de manera similar en términos de espacio y ofertas de productos. Uno de los grandes logros de estas tiendas, en especial de los supermercados, ha sido bajar el precio de los alimentos, modificando la forma en las que las familias gastan su dinero.

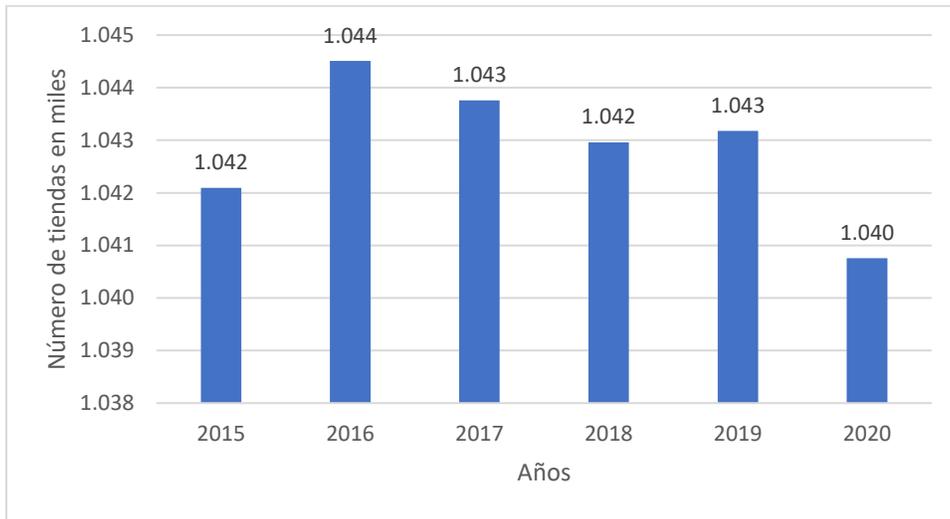
Gráfico 13. Espacio per cápita en tiendas físicas del sector minorista en los Estados Unidos y en otros países del mundo (expresado en metros cuadrados per cápita) para el año 2022.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

En ese sentido, Estados Unidos siempre se ha caracterizado por poseer grandes locales de gran tamaño con gran variedad de productos, inclusive en la actualidad, se destaca por encima del resto de los países del mundo, aunque recientemente ha habido un vuelco en la manera de comprar producto de un acercamiento de la tecnología hacia los ciudadanos.

Gráfico 14. Evolución de la cantidad de tiendas del sector minorista en Estados Unidos durante el periodo 2015-2020.

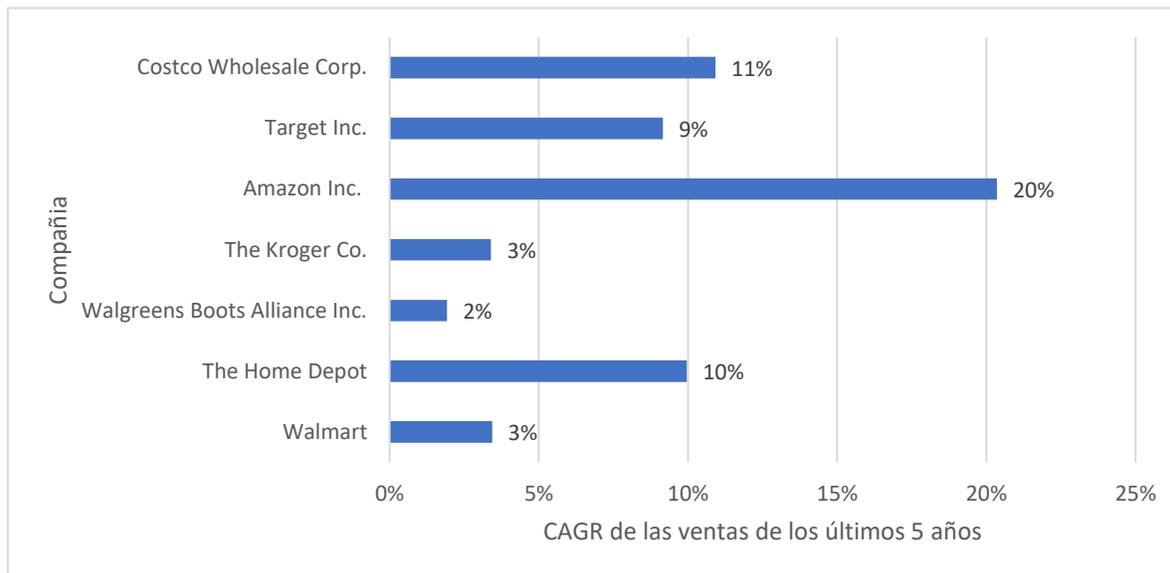


Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Si bien solamente se pudo obtener información hasta 2020, se puede visualizar una marcada disminución en la cantidad de tiendas, en donde hay una caída de locales año a año con un marcado descenso en el 2020 producto de la pandemia y la imposibilidad de circular en la vía pública.

A continuación, se puede visualizar los crecimientos compuestos anualizados de las empresas más importantes de la industria minorista de los últimos cinco años en donde se destaca el incremento en los ingresos de Amazon alcanzando un 20,35% manteniendo su papel de líder dentro del sector.

Gráfico 15. CAGR de ventas de las empresas minoristas de los últimos cinco años (2018-2022).



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de MacroTrends.

El tráfico que posee Amazon es uno de sus activos más importantes ya que permite que en su propia página web pueda buscarse un determinado producto y obtener una gran variedad de oferentes, entre los cuales pueden compararse, la cantidad disponible, el precio, los costos de envío, y el estado del producto.

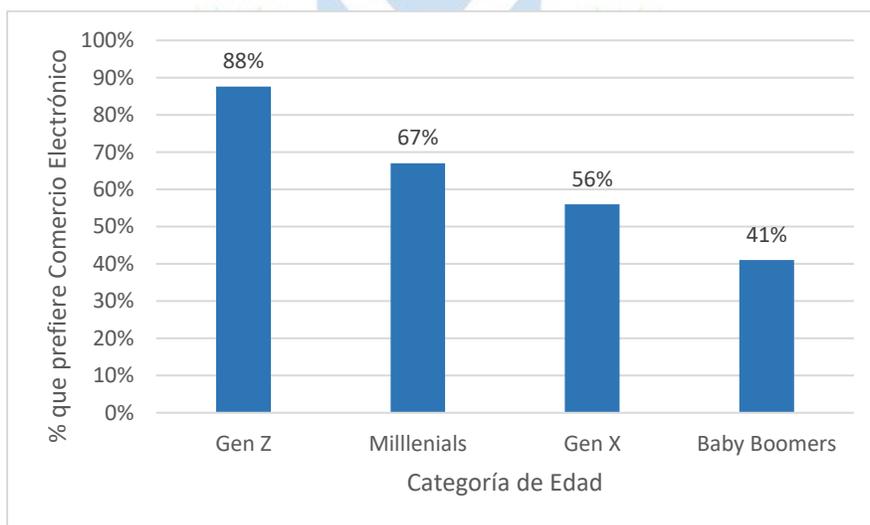
Amazon fue quien marcó la tendencia de la industria, evolucionándola, modificando la forma de adquirir bienes y servicios en el mercado. Debido a la aparición de este jugador, el resto de los participantes ha tenido que adaptarse ofreciendo variedad de productos, precios competitivos, y diversas modalidades de recolección/envío. Esta competitividad del mercado en donde el cliente espera múltiples maneras de poder acceder a un determinado bien o servicio ha aumentado las barreras del mercado haciendo más difícil la aparición de nuevos participantes en la industria.

De acuerdo con las necesidades o preferencias, existen clientes que prefieren ahorrar pagando un precio bajo por un determinado elemento, así como también hay otros que se encuentran dispuestos a pagar un adicional con tal de recibir su paquete en el mismo día. Sin embargo, no puede establecerse una regla general en cuanto a qué es lo que prefiere cada cliente en particular, puesto que las elecciones de los consumidores varían según la compra que realicen.

En los últimos años hubo una revolución en la industria producto de una revolución que ha hecho que el comercio electrónico, con Amazon a la cabeza, se destaque especialmente entre el público juvenil.

En Estados Unidos recientemente se hizo un estudio que analiza cómo la edad modifica las preferencias a la hora de comprar. Como resultado de esta investigación, la generación Z, que contempla a aquellos nacidos entre 1997 y 2012, prefiere el comercio electrónico en más de un 85%, los *millenials* quienes corresponden a quienes nacieron entre 1981 y 1997, eligen en un 65% hacer sus compras online. La generación X que comprende a los nacidos entre 1965 y 1981, tiene un 56% de ciudadanos que elige hacer pedidos en línea, mientras que los *baby boomers*, referido aquellos entre 1946 y 1955, cuentan con un 41%. Más allá de los números específicos, se puede visualizar una conducta que se repite entre las diferentes categorías, los más jóvenes muestran una mayor adaptación hacia las nuevas tecnologías la cual se va disminuyendo gradualmente a medida que nos movemos a una categoría mayor.

Gráfico 16. Porcentaje de personas que prefieren realizar compras a través del comercio electrónico separado por edad en EE. UU. en 2022.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

En continuación con este concepto, la penetración del comercio electrónico ha sido abismal durante la última década. En el 2013, el comercio en línea comprendía el 5,2% de cuota de mercado de la industria minorista, representando un total de 223 miles de millones de USD. Diez años más tarde, los ingresos se cuadruplicaron obteniendo retornos por 1.001 miles de millones de USD que corresponden a un 14,3% de cuota de mercado.

En este periodo el comercio electrónico tuvo un crecimiento de sus ingresos de 392%, mientras que las ventas minoristas presenciales aumentaron un 63%. Si bien es algo lógico que las ventas minoristas presenciales crezcan a una menor tasa debido a que el valor inicial de ingresos que se analiza es bastante

grande, es evidente que el comercio en línea toma una gran relevancia en un mercado cada vez más competitivo.

Gráfico 17. Evolución de Ingresos por ventas en el sector minorista segregado en tienda física y comercio electrónico durante los últimos diez años (2013 – 2022).



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

4.1 La Industria minorista y el comercio electrónico.

4.1.1 Introducción del comercio electrónico

El comercio electrónico ha tenido un crecimiento exponencial en este último ciclo y Walmart ha sabido adaptarse para ofrecer además de una estrategia digital, una oferta integral de forma tal que el cliente pueda elegir el medio que prefiera para adquirir sus productos.

Esto ha significado un cambio de paradigma en Walmart que, no sólo es la empresa minorista más grande del mundo, sino que además posee una gran presencia de locales físicos en Estados Unidos. De hecho, suele decirse que el 90% de los americanos vive como máximo a diez millas de una tienda de Walmart.

En los últimos años esta metodología omnicanal le da una versatilidad única a la firma, en definitiva, la industria minorista se encamina hacia un lugar en donde la diferenciación entre estar en línea o no pasa

a un segundo plano. Las nuevas generaciones, aquellas que nacieron en la era digital, al tener mayor facilidad para la utilización de dispositivos electrónicos son las más propensas a adquirir productos en línea, no obstante, luego de la Pandemia del Covid-19, existe un mayor número de clientes dispuestos a realizar sus compras a través de las plataformas digitales.

4.1.2 Evolución del comercio electrónico

En el año 2000 Walmart tuvo su primera incursión digital lanzando walmart.com para meses más tarde iniciar samsclub.com. Desde entonces la presencia en dispositivos electrónicos fue creciendo cada vez más. En el año 2007, aprovechando las tiendas físicas lanzó su servicio *site to store*, que permite a los clientes realizar compras en línea y recoger sus mercancías en las tiendas.

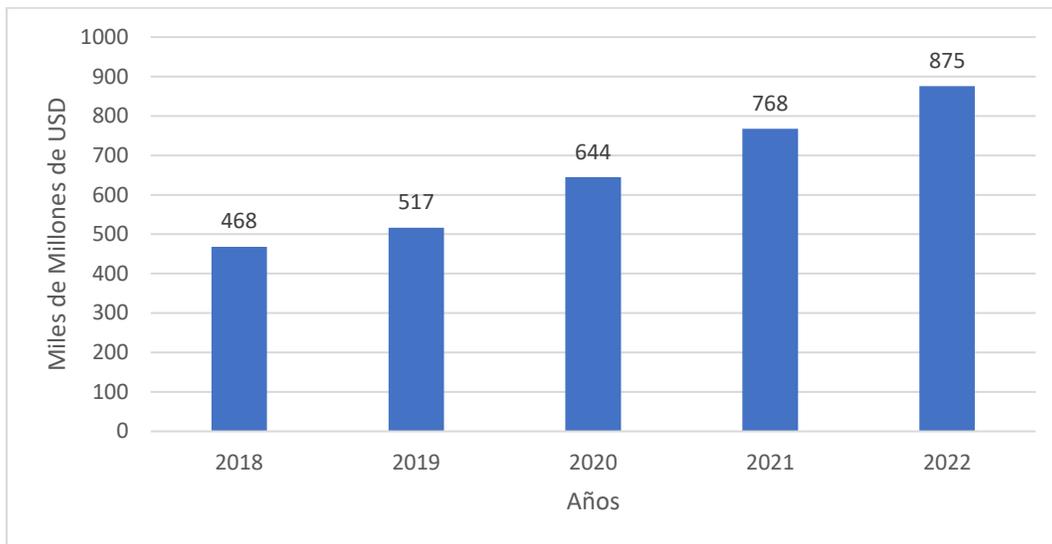
En el año 2016 se adquirió jet.com en los Estados Unidos formando también una alianza estratégica con JD.com en China. Desde la compra de jet.com, la expansión por Estados Unidos incluyó las adquisiciones de shoes.com, *Moosejaw*, *Bonobos*, y otras marcas digitales.

Dos años más tarde, Walmart compró una participación mayoritaria de *Flipkart*, un mercado de comercio electrónico con sede en India que incluye las plataformas de *Flipkart*, *Myntra*, y *Jabong*, junto con *Bonobos* y *Eloquii*, dos compañías dedicadas a la venta de indumentaria. En la actualidad existen más 4.600 tiendas de pickup y más de 3.500 locales que entregan los productos en el mismo día. Este novedoso mercado tiene un marcado competidor líder en el negocio de las ventas digitales que es Amazon, el número uno en lo que respecta al comercio electrónico.

En el 2020, Walmart, ha decidido dar un vuelco en sus prioridades volcándose a su negocio digital. En primer lugar, formó una alianza con Shopify para atraer vendedores a su plataforma de *Marketplace* tanto local como internacional, sumando a los productos creados y vendidos por Walmart de primera mano, un nuevo mercado para vendedores tercerizados.

Jaré Buckley Co, vicepresidente de Walmart, asevera que el eje para continuar con el crecimiento del mercado digital dependerá de la variedad de productos que la firma pueda ofrecer, esto va a depender de lo que haga la compañía para añadir vendedores externos en su página, siendo este el medio para poder brindar una mayor diversidad de opciones a la hora de comprar.

Gráfico 18. Evolución de ventas minoristas en comercio electrónico en EE. UU. de los últimos cinco años (2018-2022).



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

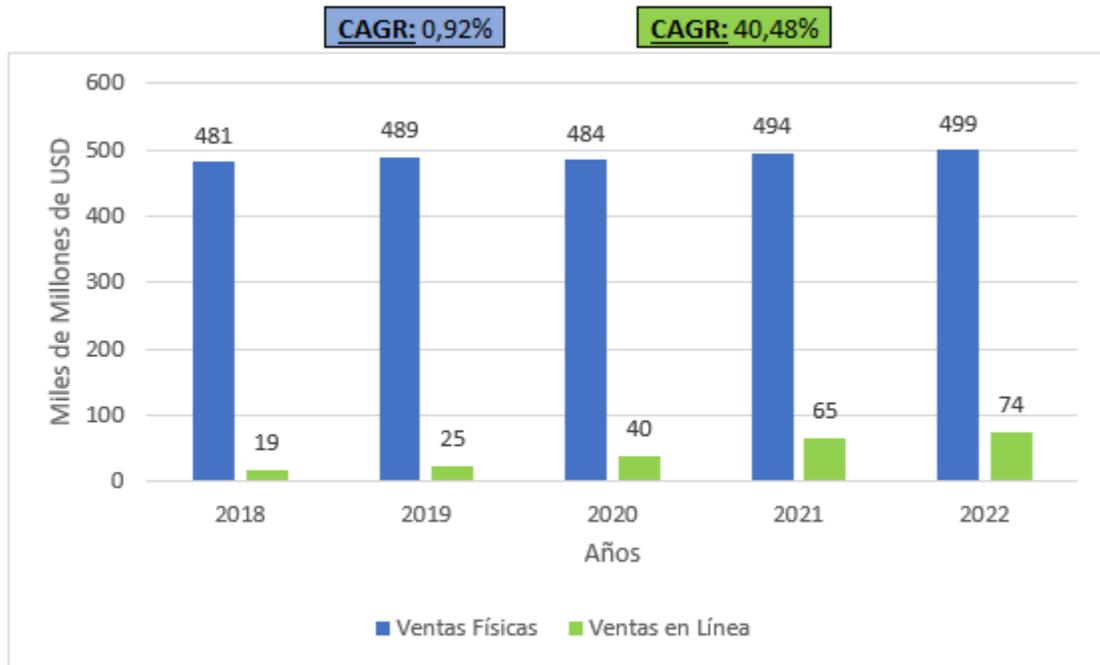
En línea con esta expansión, se crearon 30 centros de almacenamiento para contrarrestar los de su principal competidor, se crearon programas de entrega en el hogar, se realizaron las primeras entregas con drones, así como también aumentaron los centros de *pick up* o entregas en la acera de acuerdo con las preferencias del cliente.

Tom Ward, vicepresidente ejecutivo de Walmart, indicó hace unas semanas que la firma cuenta con aproximadamente 5.000 locaciones en todo Estados Unidos, de forma tal que, si los locales actúan como centros de preparación de órdenes, estas mismas pueden utilizarse acortando distancias y mejorando tiempos de entrega.

Adicionalmente, la verdadera apuesta de la firma al mercado electrónico fue el lanzamiento de su propio plan de membresías Walmart+ similar a lo que conocemos como Amazon Prime punto que será analizado más adelante.

Como puede visualizarse en el gráfico que se encuentra a continuación, el crecimiento del mercado en línea ha sido exponencial, en un contexto donde las ventas en locales físicos se mantuvieron bastante estables.

Gráfico 19. Evolución de ventas de Walmart segregado en ventas digitales y ventas físicas durante los últimos cinco años (2018-2022).

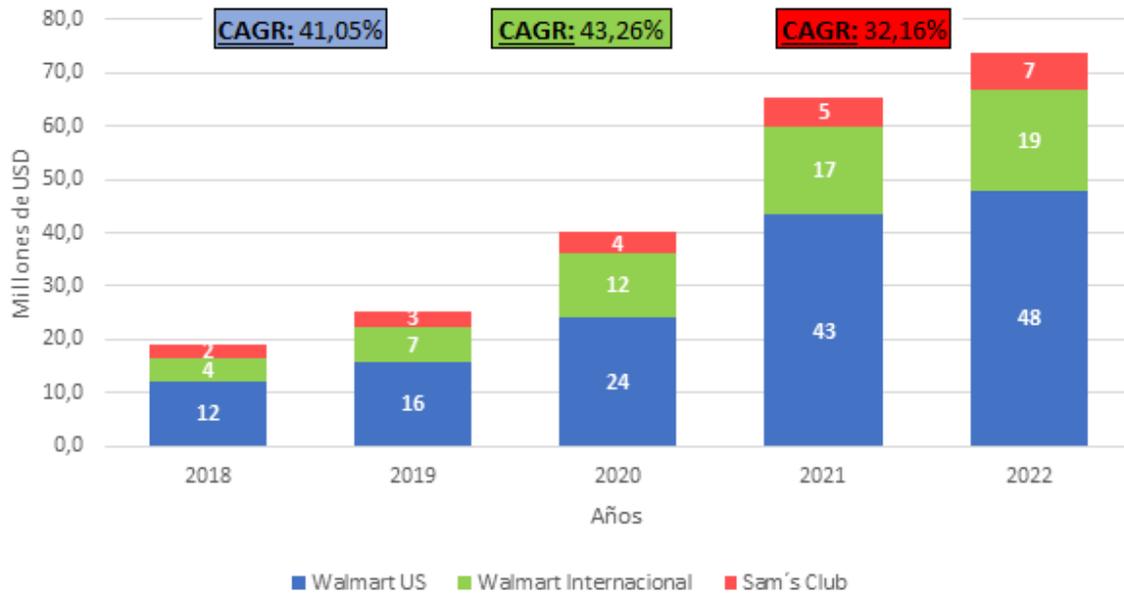


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

El nivel de ventas a través de medios digitales tuvo una tasa de crecimiento anual compuesta de 40,48% en estos últimos cinco años, mientras que el nivel de las ventas en tiendas físicas se encuentra en el orden del 0,01%. Las composiciones de las ventas digitales pueden observarse en la siguiente gráfica. Los tres modelos de negocio cuentan con un marcado crecimiento en los últimos cuatro años liderado por el segmento local y el internacional triplicando su nivel de ingresos.

La penetración del mercado electrónico en el sector minorista es cada vez mayor, y se espera que su incursión se acentúe aún más en los años venideros siendo un sector de enorme potencial para la firma.

Gráfico 20. Evolución de Ventas en línea de Walmart segmentadas por Año Fiscal (2018-2022).



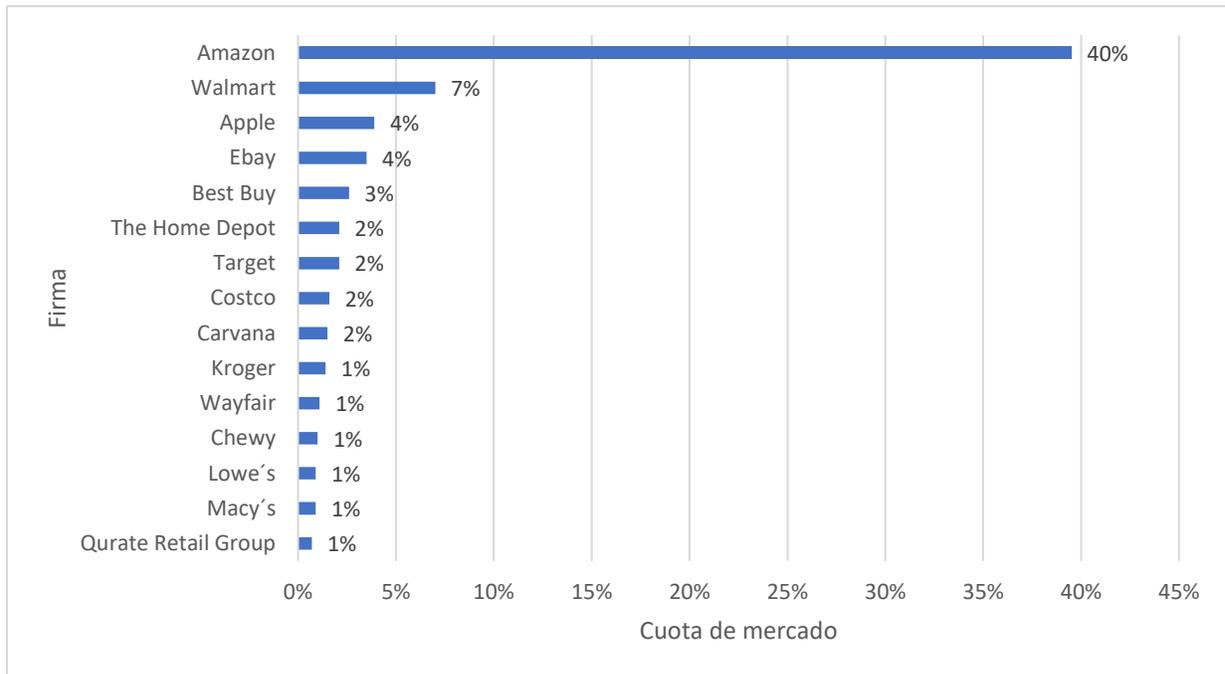
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

Tanto Amazon como Walmart operan enormes plataformas globales de comercio electrónico. En los Estados Unidos así como también en el resto del mundo, Amazon supera con creces a Walmart en términos de ingresos, programas de membresía, y tráfico en línea. Sin embargo, el crecimiento del comercio electrónico de Walmart, lo convierte en un destino atractivo para aquellos vendedores que buscan agregar nuevos canales de negocios.

De todas formas, es importante destacar que la diferencia entre ambos es más que significativa, recordemos que Walmart es una empresa del sector minorista que se encuentra creciendo en el sector de mercado digital, en tanto que Amazon es una firma que nació dedicándose al comercio electrónico y busca ingresar en el mercado minorista. Mientras que Walmart tiene 100 millones de productos, Amazon posee un catálogo con más de 600 millones.

En lo que respecta a las ventas en línea Amazon es claramente el líder con más del 39,5 % de cuota de mercado. Walmart se desprende del resto de la competencia pero aunque le lleve un considerable porcentaje a sus inmediatos perseguidores, sigue bastante por detrás de la empresa creada por Jeff Bezos.

Gráfico 21. Cuota de mercado de ventas de comercio electrónico en 2022 en Estados Unidos.



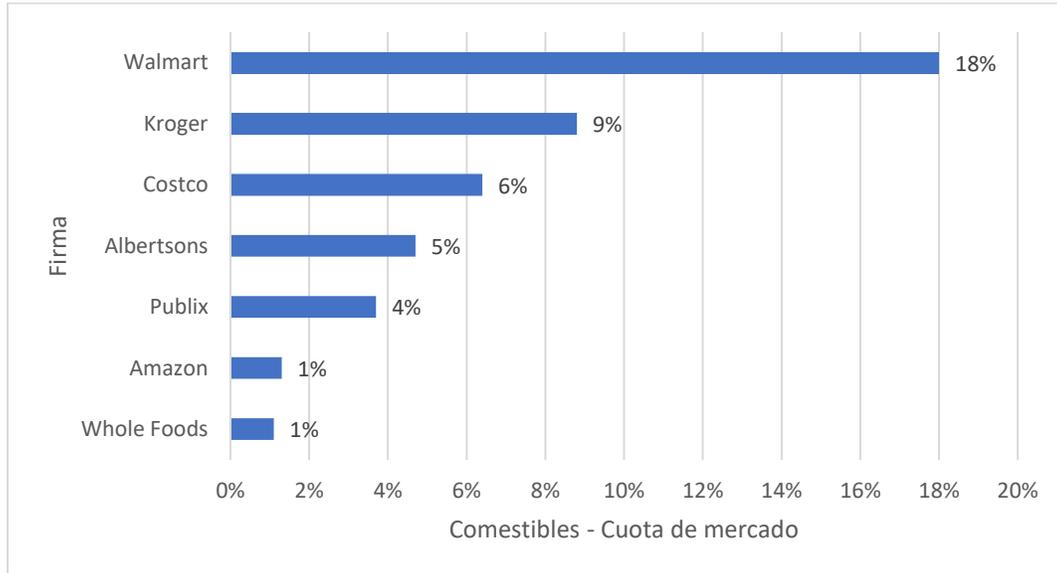
Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Ahora bien, si analizamos la evolución de las dos empresas líderes en comercio electrónico se observa que la diferencia fue y sigue siendo considerablemente marcada entre ambos competidores.

No obstante, en el pasado los vendedores que vendían a través de Amazon solamente les importaba publicar y vender en esa plataforma, pero, en la actualidad, hubo un cambio de paradigma a partir del avance del comercio electrónico, la pandemia, y los nuevos hábitos de consumo en línea, que han modificado esta conducta haciendo que los comerciantes quieran diversificar sus puntos de venta y obtener un nivel de visualización que abarque el mayor espectro y ocupe la mayor cantidad de plataformas posibles, lo cual a su vez hizo que el mercado electrónico se vuelva cada vez más competitivo.

En la actualidad Walmart es el principal líder de mercado de comestibles según podemos ver a continuación. El mercado de comestibles es mucho menos rentable que la mercancía general, pero el verdadero juego de poder se encuentra en hacer que los clientes llenen sus canastas virtuales con una mezcla de productos comestibles, artículos producidos por terceros, y mercancía general vendida por Walmart.

Gráfico 22. Cuota de mercado de productos de almacén para el año 2022 en Estados Unidos.

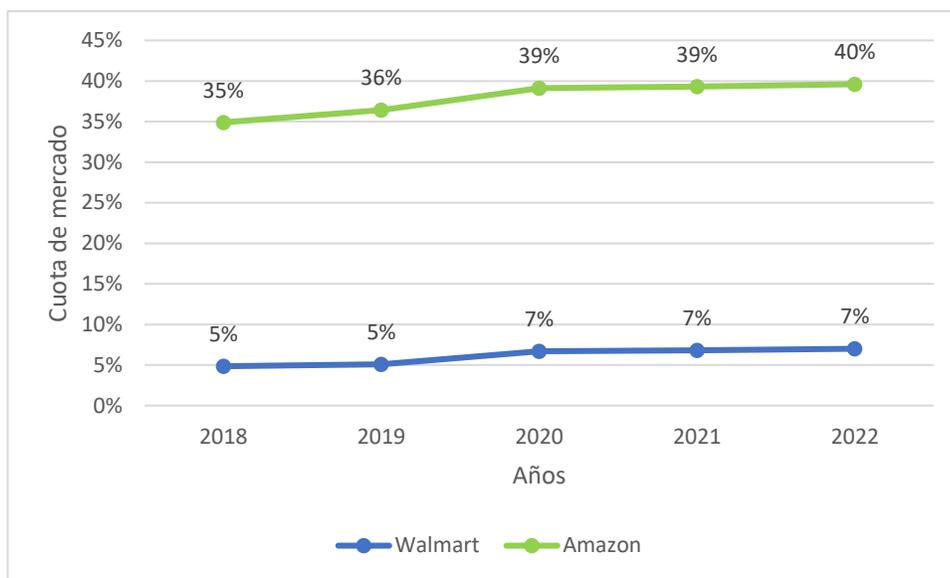


Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Mientras que Walmart.com posee alrededor de 150.000 vendedores en todo el mundo, Amazon cuenta con 6.3 millones. Adicionalmente, Amazon se encuentra disponible en más de 100 países, mientras que Walmart.com solo alcanza a 24. Por último, se puede destacar que cada 48 clientes, existe un vendedor en Amazon, mientras que en Walmart.com solamente tenemos un vendedor cada 1918 clientes.

En 2021, el 95% de los vendedores en Walmart.com logró obtener ganancias vendiendo productos a partir de su plataforma, mientras que en Amazon sólo el 76% obtuvo algún tipo de rédito económico. Esto se debe a que este último posee costos de publicidad que son considerablemente más caros, no obstante, existe un nivel de competición tan alto en esta plataforma que se vuelve indispensable invertir una importante suma de dinero para que las publicaciones obtengan mayor visibilidad y así potenciar el nivel de ventas.

Gráfico 23. Evolución de la cuota de mercado del comercio electrónico de Amazon y Walmart en Estados Unidos de los últimos cinco años (2018 – 2022).



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

4.1.4 Planes de Membresía

A los consumidores les encantan los beneficios para miembros de Amazon prime, la velocidad para recibir sus órdenes, y los bajos costos de envío. Sin embargo, cuando se trata de productos comestibles y artículos esenciales, prefieren Walmart.com que aprovecha sus miles de tiendas físicas en los Estados Unidos para ofrecer marcas conocidas y una rápida recogida en la calle.

El plan de membresía de Walmart+ tiene un precio de USD 12,95.- por mes o USD 98.- por año, y provee numerosos beneficios tales envíos gratis en el día sin ningún mínimo de consumo, la posibilidad de hacer compras desde el móvil de modo "Scan & Go" desde dentro del local de manera gratuita, acceso a ofertas especiales, así como también descuentos en combustible en las estaciones de Exxon y de Mobil, y una cuenta en el servicio de transmisión Paramount+.

Por otro lado, Amazon Prime posee un precio anual de USD 139.- por año en donde ofrece envíos gratis en 1 días en Estados Unidos de más de 15 millones de productos, entrega de comestibles en dos horas en más de 2.000 ciudades, acceso a ofertas especiales, Prime Video, Amazon Music, Prime Reading, Prime *gaming*, y Amazon *photos*.

Son notables las ventajas que posee Amazon Prime por sobre Walmart+, de todas maneras, entendiendo que el futuro de la industria minorista pasa por la adaptabilidad de la tienda tradicional al comercio electrónico, considero que Walmart ha dado un gran paso inicial en la decisión correcta, y entiendo que esto le permite tener un mayor tráfico en su plataforma y potencialmente un mayor nivel de ventas.

4.1.3 Conclusión

Walmart no va a alcanzar a Amazon en el comercio electrónico, al menos en el corto plazo, de todas formas, este es canal es el presente y el futuro de la industria, por lo que debe tener una gran presencia acá, siendo determinante para el futuro inmediato de la compañía.

Si bien su actividad en línea se inició a principios de Siglo, en el 2020, junto con la pandemia, Walmart supo reinventarse para seguir posicionándose como una firma competitiva. Inicialmente con un crecimiento a partir de adquisiciones, hoy en día teniendo crecimiento más orgánico, en los últimos años sus ganancias vía ventas en línea han ido en franco ascenso, siendo este tipo de consumo una actividad cada vez más frecuente, y que puede fácilmente convertirse en hábito, especialmente en la gente joven con más facilidades en el uso y manejo de la tecnología.

La alianza con Paramount, su unión con Spotify, los descuentos en combustibles, la incorporación de vendedores externos a su plataforma digital, son decisiones concretas que aspiran a competir con su principal competidor. Pero, de todas estas acciones que buscan alcanzar a Amazon, la iniciativa más acertada es abrir su plataforma digital a vendedores tanto locales como de todas partes del mundo para que puedan concretar sus propias ventas. Además de brindarle tráfico de clientes y visibilidad, obtiene ganancias por publicidad y por costos de envío de forma pasiva.

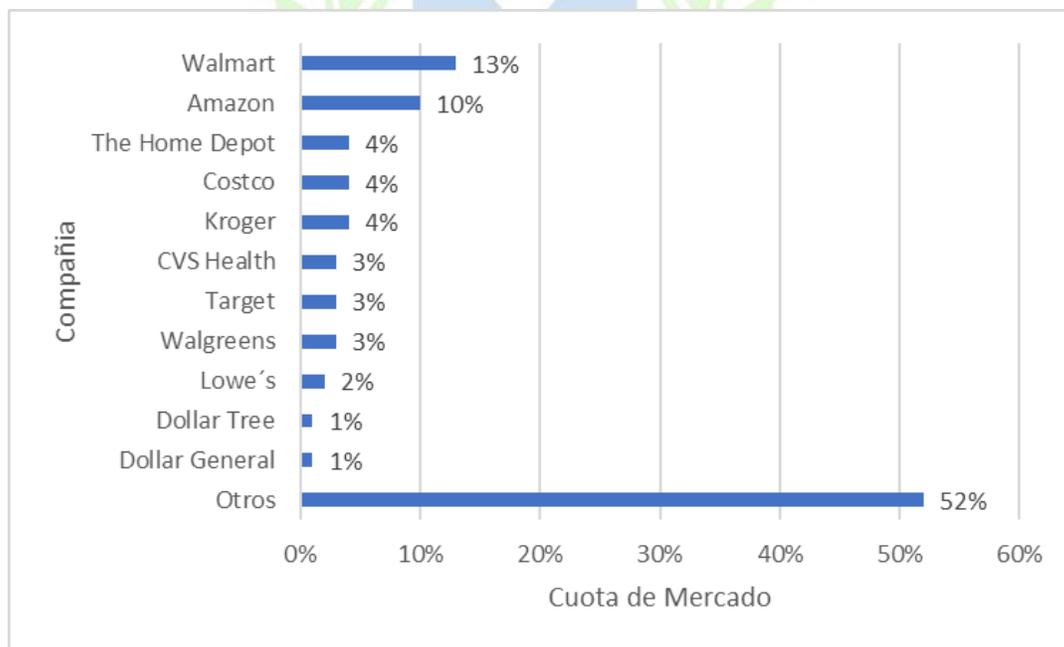
Utilizando su ventaja competitiva de locales físicos, Walmart tiene un plus a partir del cual puede ofrecer servicios *de pick up* y de entrega en vereda. Esta superioridad logística le da la posibilidad de ofrecer económicos costos de envíos que serán cada vez menores a medida que más y más transacciones se hagan en su página web. En este sentido, y con lo expuesto en los párrafos anteriores, Walmart está haciendo todo lo posible para obtener cada vez más y más una mayor porción de la cuota de mercado del comercio electrónico.

4.2 La Industria y la competencia.

Walmart es líder en la industria del comercio minorista a nivel mundial. Su gran capacidad le permite tener tanto, ventajas competitivas de escala, al tener la posibilidad de producir en grandes cantidades a un menor costo de producción, como de *scope*, al poder utilizar su capacidad instalada para poder ampliar la gama de productos ofrecidos.

Al ofrecer una gran cantidad de productos a precios competitivos, su versatilidad la coloca en una posición donde se pueden identificar múltiples competidores de Walmart. Los mismos van desde supermercados, pasando por farmacias, ferreterías, tiendas de ropa, jugueterías, pasando por viveros, e inclusive locales de tecnología, entre otros.

Gráfico 24. Distribución de las cuotas de mercado del sector minorista en Estados Unidos para el año 2022.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista.

En este último año Walmart se posicionó como la empresa líder en el sector minorista, mientras que por detrás se ubicó el gigante del comercio electrónico Amazon.

Ahora bien, en cuanto al resto de los competidores en el mercado norteamericano, se puede observar empresas como Target Corporation, Costco Wholesale Corporation, y Kroger Corporation entre otros.

Según el ranking mundial de Deloitte sobre las 250 compañías mundiales que lideran el sector minorista (tomando el periodo fiscal comprendido entre 1 de julio 2021 y 30 de junio 2022) entre las primeras cinco firmas se encuentran: Walmart Inc. como líder de toda la industria, luego continúan Amazon Inc. y Costco Wholesale Corp., una sola firma de origen no estadounidense Schwarz Group en el cuarto lugar, y por último, The Home Depot.

El top 10 de las 250 firmas del ranking obtuvo en el año fiscal 2021 un ingreso total de 1.583 millones de dólares, mientras que en el año fiscal 2022 el nivel de ingresos alcanzó 1.769 millones de dólares. Representando un aumento del 11,75% de aumento de un año a otro.

Si analizamos las 250 de compañías más importantes de la industria minorista, Estados Unidos posee 78 de las empresas de esta industria, con un nivel de ingresos promedio de 33.751 miles de millones de dólares, con un aumento con respecto al año anterior de 9,20%.

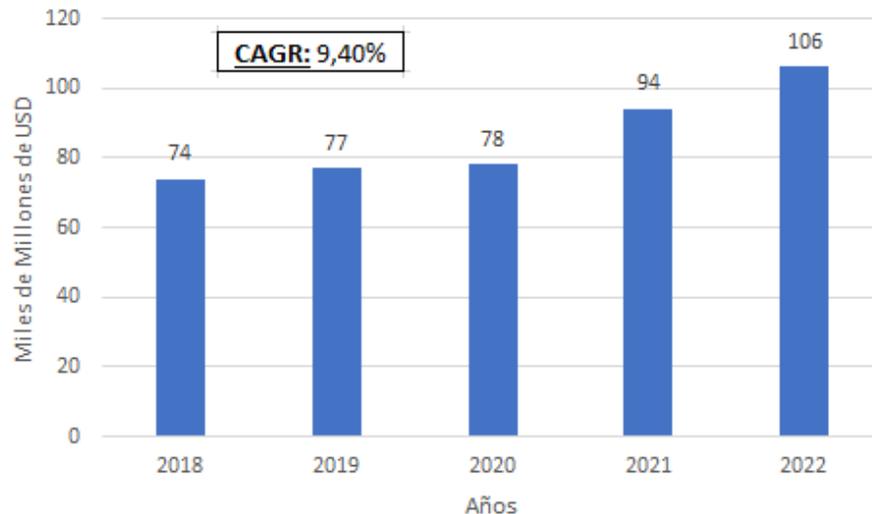
Luego, Europa, la región con la mayor cantidad de compañías (90), un nivel de ingresos de 18.558 miles de millones de dólares y un aumento de ingresos del 1,1%. Seguido de Asia que cuenta con 61 empresas minoristas en el Top 250 y un nivel de ingresos de 13.357 miles de millones de dólares. Luego sigue Latinoamérica con un 1,6% de los ingresos minoristas, representando 7.745 miles de millones de dólares, 11 empresas en el Top 250, y, por último, cierra la lista África contando con un nivel de ingresos de 7.097 miles de millones de dólares, y 10 empresas del sector.

Walmart es la firma líder del comercio minorista a nivel mundial. Es la mayor empresa del sector en cuanto a tamaño y ventas. Es líder en precios, en línea con la estrategia, y la escala que maneja, obligando a sus competidores a igualar sus precios baratos. Los principales competidores de la industria con un modelo de negocio similar que podrían sacarle cuota del mercado son Target, Kroger, Costco Wholesale Corporation, y Amazon, todas estas firmas norteamericanas con especial foco en el mercado americano.

Target Corporation es una cadena de grandes almacenes dedicada al comercio minorista, es la sexta empresa de venta al por menor más grande de Estados Unidos, y figura en el tercer puesto dentro de las tiendas con más venta de música en Estados Unidos. Fundada en 1902 en Roseville, Minnesota, Target cuenta con más de 1.938 tiendas físicas a lo largo y ancho de todo Estados Unidos. Se estima que el 75% de los norteamericanos vive a menos de 16 kilómetros de un local Target.

En la siguiente gráfica se puede observar la evolución de las ventas netas de la compañía entre 2018 y 2022. El registro anual para el año fiscal 2022 corresponde a 106.005 miles de millones de dólares lo que representa un aumento del 13,30% con respecto al año anterior, y una tasa de crecimiento anual compuesta para el periodo analizado del 9,24%.

Gráfico 25. Evolución de las ventas netas de Target entre los años fiscales 2018 y 2022 expresado en miles de millones de dólares.

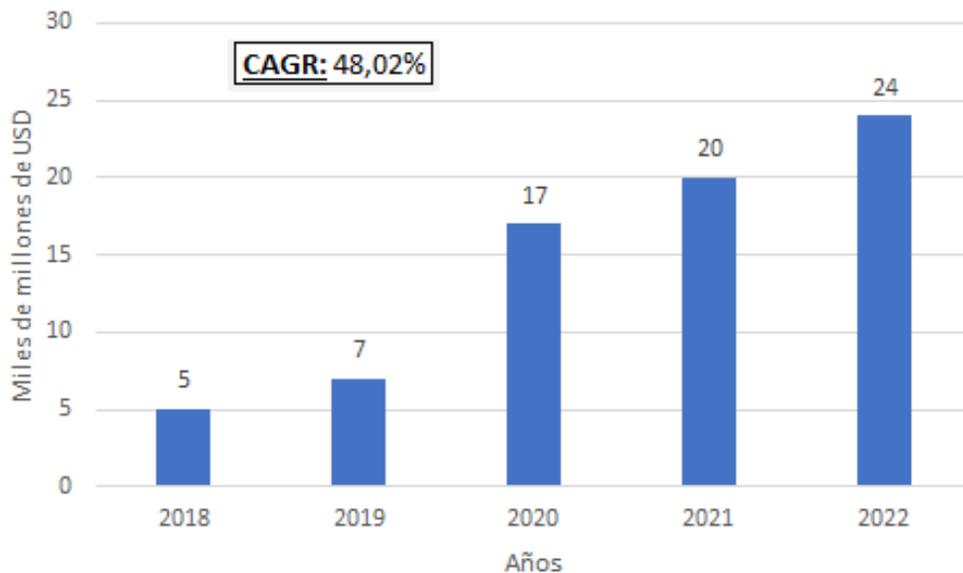


Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Target lanzó su sitio web de comercio electrónico en 1999, un año antes que Walmart, el mismo fue evolucionando para lograr adaptarse a las necesidades del comercio minorista con bastante éxito. En medio del caos de la pandemia, Target fue considerado un negocio esencial por su capacidad de proveer a los consumidores comida, elementos de limpieza, medicinas, y equipamiento para trabajar de forma remota. La presencia omnicanal de la firma se adaptó para sobrellevar estos tiempos difíciles lo cual se vio recompensado con un récord de nivel de ingresos, que aún continúa solidificándose.

Las cinco categorías más importantes de mercancía (ropa y vestimenta, comida y bebida, artículos esenciales para el hogar, muebles para el hogar, y, artículos de primera necesidad) obtuvieron crecimientos de dos dígitos en su comparación año tras año.

Gráfico 26. Evolución de las ventas netas en línea de Target.com entre los años 2018 y 2022 expresado en miles de millones de dólares.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

La empresa fundada en 1902 con el nombre de Dayton Dry Goods Company cambió en los años '90 su nombre a lo que hoy conocemos con Target Corporation. Esta empresa de comercio minorista se encuentra en los 50 Estados de Estados Unidos con un lema que indica "Espera más. Pagá menos" una estrategia de precios similar a la de Walmart.

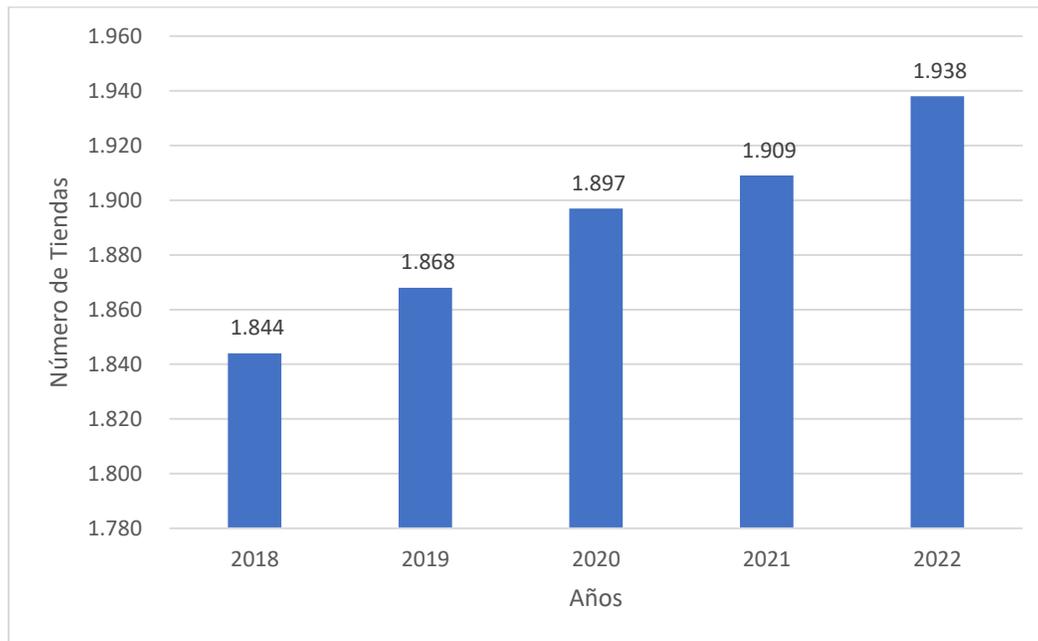
Mientras que su misión radica en ayudar a las familias a descubrir la alegría de vivir, su estrategia fue de precios bajos, pero también, de diferenciación ofreciendo productos de calidad a costos más bajos denominados "Only-At-Target".

Target posee un modelo de negocios de tiendas más pequeñas que Walmart, centrado en una imagen comercial más fresca contando con alimentos orgánicos, productos para el hogar, y productos tales como indumentaria y calzado de marca propia. Inclusive, en los últimos años la firma ha realizado asociaciones estratégicas con marcas internacionales para vender sus productos en sus locales. Recientemente Target se focalizó en aumentar el nivel de pequeños locales, en zonas densamente pobladas, buscando aumentar la cantidad de sus locales, pero a un costo limitado.

El personal de Target, que hoy se encuentra alrededor de los 400.000 empleados, crece año tras año al igual que su cantidad de tiendas. Si bien el número de locales se mantuvo bastante estable en el

pasado, desde 2018 en adelante que la firma aumenta sus establecimientos a razón de 20 unidades por año. 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.

Gráfico 27. Número de tiendas Target en los Estados Unidos entre los años 2018 y 2022.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Sin dudas Target ha logrado establecerse como una de las principales compañías en un mercado altamente competitivo como es el de la venta minorista. Es la sexta empresa minorista más grande de Estados Unidos, por detrás de Wal-Mart, Home Depot, Kroger, Sears Holding Corporation y Costco Wholesale Corporation. Este posicionamiento, así como también su modelo de negocios, lo convierten en un competidor de Walmart, especialmente en la venta en tiendas físicas.

Generalmente las personas que prefieren Walmart suelen hacerlo por sus precios bajos, sin prestarle tanta importancia al servicio al cliente, el orden, o la decoración de la tienda, mientras que, por el contrario, quienes eligen Target sobre Walmart saben que pagarán un precio un tanto más elevado, pero que contarán con tiendas más ordenadas, una mercancía mejor dispuesta, y justificarán el costo extra de los productos en contrapartida de una atención al cliente atenta y servicial.

A modo de conclusión puede indicarse que Walmart pone todos sus esfuerzos en tener los precios más bajos, mientras que Target, en cambio, centra su ventaja competitiva en su calidad, decoración,

atención al cliente. Si uno como cliente busca una experiencia de compra rápida en un entorno agradable, ordenado, y completo, el lugar indicado será Target, mientras que, si lo primordial, son precios más bajos, variedad, y disponemos de tiempo para recorrer y buscar, entonces la mejor opción es Walmart.

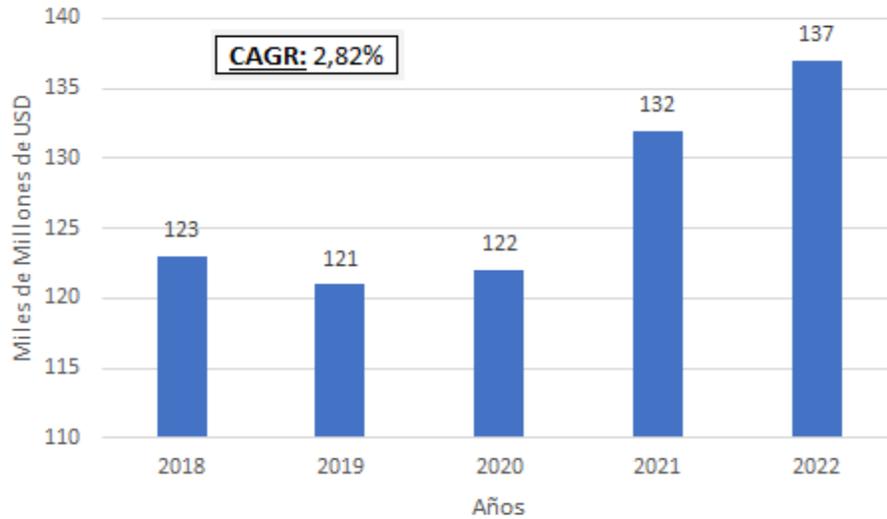
Además de Target, The Kroger Company es otra empresa competidora de Walmart. Esta cadena de supermercados, una de las más grandes de los Estados Unidos medido por ventas cuenta con más de 2.750 tiendas localizadas en 35 estados. Además, la misma, fábrica y procesa alimentos para la venta en sus establecimientos. Con sede en Cincinnati y más de 465.000 empleados, Kroger registró un nivel de ingresos para 2022 en torno a los 137,9 miles de millones de dólares.

Kroger como supermercado se diferencia de Walmart en que ofrece una mayor variedad de productos, con mejor calidad de productos frescos y en los alimentos orgánicos sin alcanzar los precios bajos de Walmart.

Además, hace hincapié en ser una empresa joven y poseer alimentos frescos para toda la familia. *La frescura de sus alimentos* es su lema y se encuentra en todo lo que la compañía intenta hacer, así como también que los clientes se sientan a la hora de comprar en cualquiera de sus tiendas. Kroger también es dueña de 170 locales de joyería fina que se encuentran bajo el nombre de *Fred Meyer Jewelers* y *Littman Jewelers*, siendo un negocio con altos márgenes de ganancia que otorga un buen nivel de ingresos de dinero. Además de joyerías, Kroger opera más de 1.580 tiendas de combustible, así como también 2.250 farmacias.

En el año fiscal 2022 Kroger obtuvo un nivel de ganancias en torno a los 137.888 miles de millones de dólares, un 4,07% mayor con respecto a los 132.491 miles de millones del año anterior. Kroger tiene una tasa de crecimiento anual compuesta de 2,82% si analizamos los ingresos del último lustro.

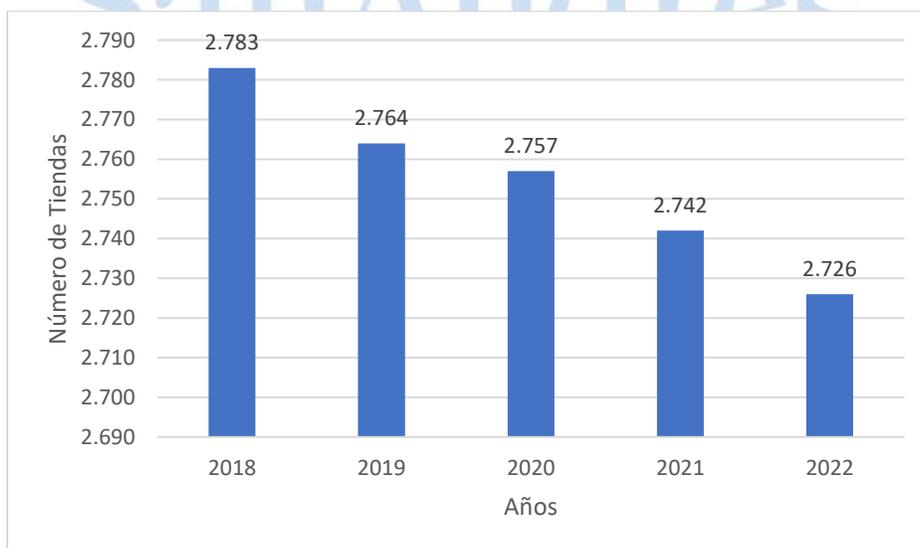
Gráfico 28. Evolución de las ventas netas de Kroger entre los años fiscales 2017 y 2022 expresado en miles de millones de dólares.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Kroger ha decidido a cerrar aquellas tiendas que no tengan los resultados esperados, representantes de Kroger han confirmado en recientes entrevistas notables cierres debido a importantes pérdidas. Aquellas locaciones que se mantengan improductivas o aquellas que vean un descenso sostenido en su nivel de ingresos serán cerradas debido a situaciones financieras.

Gráfico 29. Evolución de cantidad de tiendas Kroger en los Estados Unidos entre los años 2009 y 2022.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Esta estrategia corporativa de cerrar aquellas tiendas no rentables evidentemente le genera buenos resultados a la empresa puesto que su nivel de ventas no para de crecer. Kroger, invirtió recientemente en los últimos años, teniendo hoy por hoy 2.000 locaciones de pick up y 2.400 locaciones de entrega llegando al 97% de sus clientes.

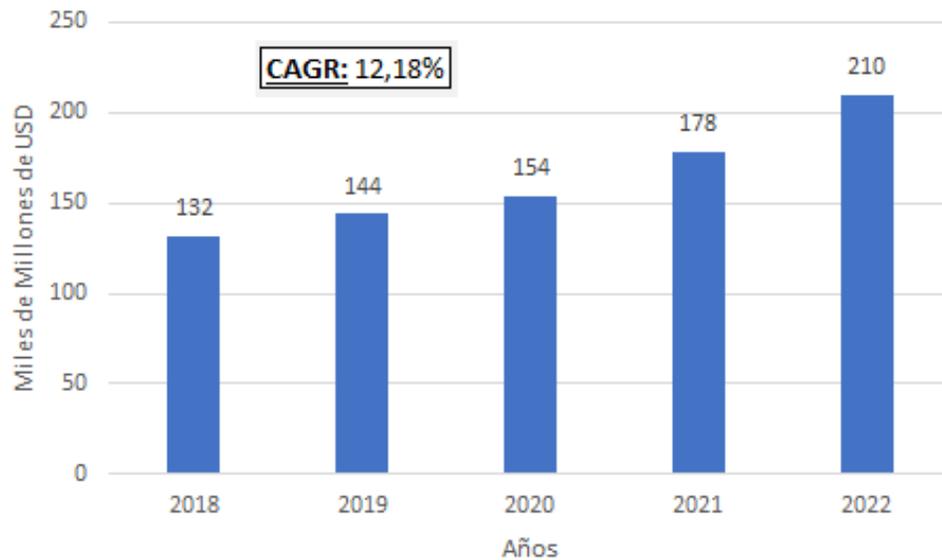
En la actualidad Kroger apunta a aumentar sus inversiones para agilizar su comercio electrónico innovando y creando una red flexible de soluciones para los clientes, creando centros de almacenamiento en Michigan y en el sur del país, alineado a las recientes aperturas en Ohio y Florida.

En el último año fiscal, Kroger alcanzó los 12.8 miles de millones de dólares en ventas a través de su mercado electrónico en 2021, representando un 9,28% de los ingresos totales, un valor un tanto más bajo en comparación con los de Target (22,53%) y Walmart (12,91%).

Fundado por Kames Sinegal y Jeffery Brotman, otro de los competidores es Costco Wholesale Corporation. Es la segunda cadena más grande del mundo en la categoría de comercio minorista después de Walmart. En los últimos años Costco experimento un fuerte aumento en el nivel de sus ingresos, mientras que en 2019 y 2020, aumento 7,86% y 9,21% con respecto a sus respectivos años anteriores, en los últimos dos años fiscales, su nivel de ingreso alcanzó los 178.626 miles de millones de dólares para 2021, y 210.219 miles de millones de dólares para 2022, representando un incremento de 17,49% y 16,56% respectivamente. No obstante, estos valores muestran una tasa de crecimiento anual compuesta de 12,18% en los últimos cinco años, experimentando un crecimiento aún más alto durante los últimos tres años.

Universidad de
San Andrés

Gráfico 30. Evolución de las ventas netas de Costco entre los años fiscales 2018 y 2022 expresado en millones de dólares.



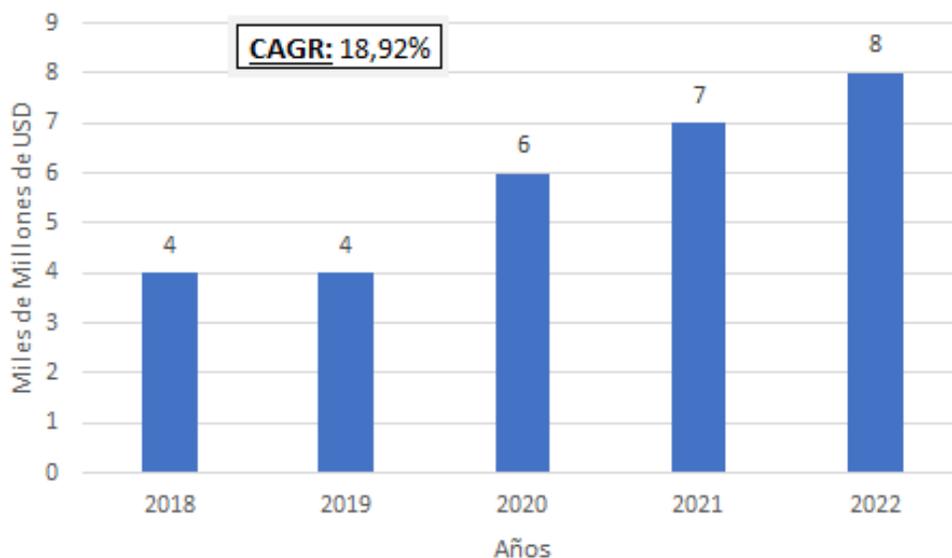
Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Macrotrends.

Ubicada entre las 10 empresas más importantes de acuerdo con el ranking *Fortune 500* en lo que refiere a las empresas norteamericanas por nivel de ingresos, Costco opera a través de un plan de membresía lo que hace que su principal competidor sea Sam's Club, la empresa subsidiaria de Walmart.

En 2016, Costco tenía 86 millones de miembros, luego, el año siguiente se alcanzó un total de 90 millones. Para el año 2018 ya se poseían 94 millones, en 2019, 98 millones, mientras que para 2020 se superaron los cien millones alcanzando un total de 105 millones de membresías.

Hoy en día Costco cuenta con 828 tiendas distribuidas de la siguiente manera, 572 unidades se encuentran entre Estados Unidos y Puerto Rico, 105 se encuentran en Canadá, 40 corresponden a México, 30 pertenecen a Japón, 29 son del Reino Unido, y las restantes se encuentran divididas entre Australia, Taiwán, China, España, Francia, e Islandia.

Gráfico 31. Evolución de las ventas netas de Costco en comercio electrónico entre los años fiscales 2018 y 2022 expresado en miles de millones de dólares.



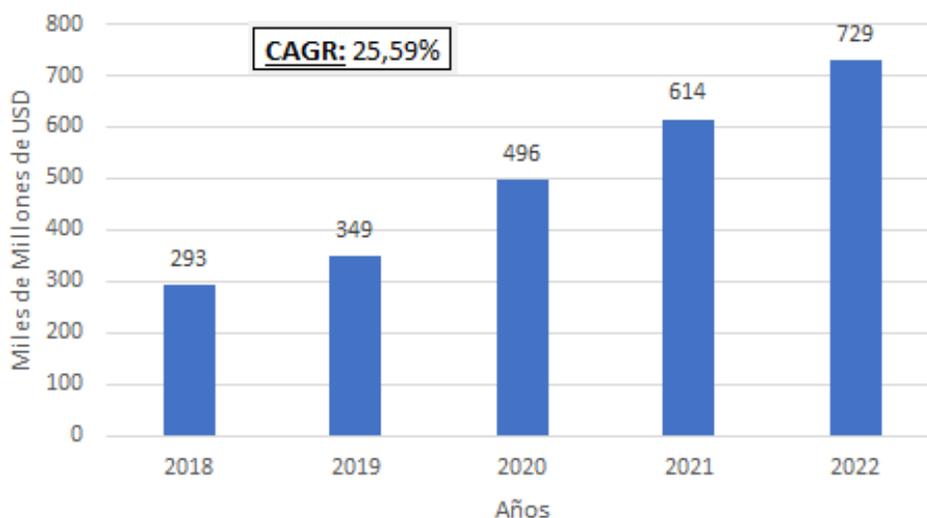
Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Un porcentaje muy pequeño del nivel de ingresos totales corresponde al comercio electrónico en Costco. Adicionalmente se puede visualizar en números su carácter de mayorista puesto que con casi la mitad de las tiendas disponibles obtiene aun un nivel de ingreso mayor que Kroger y Target.

En los últimos años, Walmart comenzó a competir con Amazon por la cuota del mercado, su presencia a través del e-Commerce comenzó a tener un efecto importante en el sector. El avance de Amazon como compañía precursora y líder del comercio electrónico obligó al resto de las compañías a adaptarse complejizando su estructura de compraventa así como sus servicios de envíos para mantenerse competitivos.

En el gráfico a continuación puede visualizarse el nivel de ingresos de Amazon que crece año a año a tasas históricas. En 2019 el nivel de ingresos alcanzó los 349.522 miles de millones de USD marcando un aumento del 19,11% con respecto al año anterior, un año más tarde el nivel de ingresos fue de 496.064 miles de millones de dólares, una variación del 42,12%, mientras que en 2021 se alcanzó un nivel récord de 614.822 miles de millones de USD representando un 23,79% de aumento con respecto al año anterior.

Gráfico 32. Evolución de las ventas netas de Amazon entre los años fiscales 2018 y 2022 expresado en miles de millones de dólares.



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos de Statista.

Amazon cuenta con un modelo de negocio diversificado en donde obtiene ingresos a través de múltiples fuentes, en el último año fiscal 2022 donde sus ganancias ascendieron a 729.346 miles de millones de USD, la compañía obtuvo el 47% de sus ingresos a través de sus ventas en línea, a su vez, registró beneficios a partir de su servicio de vendedores externos, su servicio de suscripción, el almacenamiento de datos en la nube, publicidad, y tiendas físicas.

En junio de 2017 Amazon anunció la adquisición de Whole Foods por 13,7 miles de millones de USD, la adquisición más grande hecha en la historia de la tienda minorista en línea. Las propiedades inmobiliarias principales de Whole Foods le permiten a Amazon incursionar en entregas cercanas, algo que la tienda minorista en línea históricamente no ha podido hacer. Esto surge como contrapartida a la gran cantidad de tiendas que posee Walmart, lo cual le permite una rápida entrega de productos en los que el gigante Amazon corre de atrás.

En 2020 se puso en marcha Amazon *Fresh*, un servicio exclusivo para clientes Amazon Prime, que provee entrega rápida en productos de supermercado, con entregas en dos horas en los domicilios de los clientes. La selección de productos disponibles en Amazon *Fresh* incluye tanto marcas reconocidas como productos locales con entregas los siete días de la semana, generando presión sobre los competidores, explotando la competitividad en el mercado. Además de Amazon *Fresh*, recientemente debutó en el

mercado Amazon *Go*, un proyecto con el que Amazon planea revolucionar la industria minorista ofreciendo una experiencia de compra única e inigualable.

Amazon *Go* consiste en tiendas físicas especialmente diseñadas y adaptadas con cámaras que detectan cuando los clientes recogen productos de las góndolas y realizan un seguimiento de ellos en su carrito virtual. Este tipo de tiendas no cuenta ni con cajas para abonar, ni con cajeros, sino que es una experiencia en la que solamente toman sus productos y se marchan del establecimiento. Una vez fuera de la tienda física con los productos, Amazon le envía un mail al cliente con el recibo y con un listado de todos los productos que hayan sido adquiridos.

Como respuesta a este avance, Walmart desarrollo su línea de negocio de *scan and go* y se focalizó también en mejorar su estrategia de ventas en línea a través de su sitio web, adquiriendo diferentes compañías para ampliar la oferta de productos exclusivos en su plataforma electrónica.

4.3 El futuro de la industria minorista

El avance de la tecnología también impacta de lleno en la industria minorista en una gran cantidad de aspectos que van más allá del comercio electrónico exclusivamente.

Hoy en día se puede saber lo que desea un consumidor antes de que este mismo lo sepa. De forma progresiva comienzan a tener una mayor participación las herramientas de *big data* e inteligencia artificial las cuales permiten entrecruzar datos de forma eficiente para que el sector minorista pueda predecir con un importante grado de precisión las preferencias de sus clientes.

Los modelos predictivos permiten que cada tienda tenga los productos adecuados a disposición de los clientes en el lugar correcto y en el momento justo. De esta manera es posible realizar una asignación de recursos más eficaz entendiendo cuál es el público al que uno se dirige y qué consume, lo que ayuda a optimizar tanto la gestión de inventario como las campañas de publicidad.

El análisis de los patrones de consumo permite segmentar a los clientes de acuerdo con sus perfiles pudiendo agruparlos en base a características o intereses similares conociendo las preferencias de los consumidores o muchas veces prediciendo sus compras.

El conocimiento de los comportamientos de los clientes permite establecer un abastecimiento predictivo pudiendo determinar, cuáles serán los productos con mayor demanda en una determinada franja horaria, en un particular período del año, o bien, en una zona geográfica específica.

Por otro lado, el análisis de los datos en tiempo real permite proporcionar respuestas inmediatas a toda la cadena de suministros en lo que refiere a la gestión de inventarios, optimización de procesos, y disposición de los productos en las góndolas.

Existen además otros avances que pretenden reinventar a la industria minorista. Amazon, ha liderado una nueva revolución en términos de logística dando los primeros pasos en lo que concierne a la entrega de paquetes a través de drones, Walmart por su parte también comenzó a ofrecer este tipo de entregas aunque en una escala un tanto más reducida. Estos dispositivos tecnológicos ayudarán a disminuir los tiempos de entrega, mejorar la productividad, y reducir el costo humano asociado a la logística.

Se estima que en los próximos años esta sea una de las grandes innovaciones del sector; mientras en la actualidad los viajes se realizan a través de drones pilotados por un empleado de manera remota, se espera que en un futuro pueda avanzar progresivamente a un manejo parcialmente automático, para luego si realizar viajes de forma completamente autónoma. Por el momento tanto las regiones de Norteamérica como de Asia son potenciales grandes mercados para el avance de este tipo de envíos.

Imagen 5. Vista de un local de Walmart Inc. a través de realidad aumentada.



Fuente: Video corporativo en página de Walmart.

La tecnología de realidad aumentada (RA) es otra gran novedad que de a poco se va a empezar a ver en la industria minorista, la misma integra información digital con el entorno físico, en vivo, y en tiempo

real. A través de la adición de gráficos, sonidos, u olores, la realidad aumentada puede combinar la vida real con una imagen o animación superpuesta utilizando la cámara en un dispositivo móvil o auriculares RA.

La experiencia inmersiva creada por esta tecnología les permite a los clientes caminar por una tienda virtual, agarrar productos digitalmente, interactuar con el personal de atención al cliente en forma de avatares, buscar productos en 3D, e incluso personalizar los artículos antes de realizar un pedido. A través de la RA las personas pueden probarse ropa de manera virtual, visualizar cómo quedarían muebles en una vivienda antes de comprarlos, o inclusive recorrer una propiedad de forma remota.

Otro avance que se encuentra asociado al desarrollo de la industria es el crecimiento de los pagos digitales; estos han contribuido al auge del comercio electrónico y han simplificado las compras en el comercio minorista, además de mejorar la seguridad, y la experiencia general del cliente. En la actualidad tanto Walmart como Amazon, Kroger, y Costco, entre otros, poseen su propia aplicación en donde permiten tanto comprar productos como vender artículos, si bien ya hay una importante adopción, se espera que la misma continúe creciendo en los próximos años. Estas aplicaciones permiten establecer sólidos vínculos con los clientes, personalizando sus preferencias, y customizando sus ofertas de acuerdo con cada comprador.

En los años venideros cada vez será más usual el *scan and go* a lo largo de todas las empresas de esta industria. Esta modalidad se basa en un sistema de auto escaneo que permite a los usuarios escanear el código de barras de los productos por medio de los teléfonos móviles para luego abonar sus productos a través de sus dispositivos, esta experiencia evita el contacto físico, ahorra tiempo y recursos, así como también agiliza el proceso de compra.

En línea con lo mencionado previamente es importante el crecimiento de la automatización en lo que refiere a la higiene y mantenimiento de los locales físicos. Durante los últimos años hubo una adopción de robots que limpian los pisos tanto de manera manual como automática, en donde estos últimos se desplazan por sí mismos siguiendo una ruta predeterminada alrededor del local deteniéndose cuando alguien bloquea su camino. Inclusive, algunas marcas están probando el lavado automático de carritos que desinfectan los puntos de contacto sin necesidad de que los empleados tengan que limpiarlos manualmente.

4.4 Ventajas Competitivas

Walmart se focaliza en tres factores principales, precios bajos, clientes satisfechos, y un efectivo manejo de su cadena de suministro.

Desde sus inicios Walmart baso su estrategia de precios bajos en una economía de escala abriendo cada vez más locales, en principio, en la zona de Bentonville, Arkansas donde hoy funciona su centro de oficinas administrativo. De esta forma, los locales se iban expandiendo desde las fronteras de su territorio hacia afuera, abriendo tiendas y centros de distribución de forma gradual, fortaleciendo su posición competitiva en la zona.

La estrategia de saturación de Walmart, focalizada en el desarrollo de sus redes, poco a poco fue trasladándose a distintas partes del país llegando a nuevos mercados. Hoy en día Walmart supera en el nivel de ventas a sus competidores al construir más tiendas en todos los estados.

De esta forma Walmart logró obtener una mayor densidad de clientes en su región de influencia que sus rivales, no obstante, sus centros de distribución siempre están cerca por lo que se encuentran a un viaje en camión de distancia lo que facilita el reingreso de mercadería a los locales.

Su alta concentración de locales físicos le dio la posibilidad de ahorrar en publicidad, debido a que ese dinero se invertía en crear nuevas tiendas, generando nuevos puntos de venta. Esta alta concentración a su vez les permitió a sus ejecutivos estar más tiempo en los locales, controlando el correcto funcionamiento de los supermercados, y garantizando los menores precios del mercado. Walmart logró así una mayor eficiencia en la utilización de sus recursos, lo cual le permitió reducir sus costos fijos gracias a su mayor penetración por región, obteniendo un mayor retorno sobre el capital dándole la posibilidad de bajar los precios aún más que los de sus competidores.

Walmart hace especial foco en la reducción de costos puesto que esto es lo que le permite ofrecer los precios más bajos del mercado. Su carácter de gran escala le permitió reducir gastos en publicidad, logística, y supervisión. Al obtener un margen operativo superior, se aceleró su rápida expansión en los primeros años desarrollando una ventaja sostenible en el tiempo.

De hecho, Walmart fue la primera en practicar el abastecimiento estratégico para encontrar proveedores que se encuentren en condiciones de garantizar que podían satisfacer la demanda al mejor

precio. La empresa innovó las relaciones con los proveedores convirtiéndolos en socios estratégicos ofreciéndoles compras a largo plazo y de gran volumen, a cambio de los precios más bajos posibles.

Además, Walmart simplificó la gestión de la cadena de suministro mediante la construcción de redes de comunicación y relación con los proveedores para mejorar el flujo de materiales con inventarios más bajos. La red global de proveedores, centros de almacenamiento, y tiendas minoristas, se comporta casi como una sola empresa.

Junto con la asociación estratégica con proveedores, el *cross docking* fue clave a la hora de reabastecer los locales físicos. Esta práctica logística es la pieza central de la estrategia de Walmart para la reposición de inventario de manera eficiente. Se basa en la transferencia directa de productos desde los remolques o camiones entrantes sin necesidad de almacenamiento adicional, descargando artículos de un camión entrante en otro camión saliente, sin almacenamiento en el medio. El *cross docking* mantiene bajos los costos de inventario y transporte, reduciendo los tiempos de entrega, y eliminando las ineficiencias.

Todas estas ventajas competitivas actúan como una barrera de entrada para potenciales competidores desplazándolos de la competencia por los precios, especialmente en Estados Unidos y en los países donde posee una mayor presencia.

Sin embargo, estas ventajas históricamente sustentables han sido mantenidas con la competencia tradicional de tiendas físicas. En la actualidad y debido al cambio de hábito en la compra de productos, la aparición de Amazon como líder del mercado en línea ha modificado la posición dominante de Walmart.

Amazon posee también centros de distribución a lo largo y a lo ancho de todo Estados Unidos, lo que le permite competir con Walmart en términos de precios, debilitando la ventaja competitiva que la compañía supo ostentar durante décadas, de todas maneras, la inversión y el alcance que Walmart logre en el comercio electrónico será un factor clave en el futuro cercano de la compañía.

5. Análisis Financiero

Para realizar el análisis financiero se analizan los ratios de liquidez, donde puede evaluarse el grado de solvencia que posee Walmart para afrontar sus obligaciones crediticias, así como también, estudiar la capacidad de convertir sus activos en liquidez a corto plazo. Luego, se detallan los ratios crediticios con el objetivo de conocer el porcentaje de deuda sobre su capital o patrimonio para poder indagar acerca del apalancamiento financiero de la empresa.

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 Walmart y el gráfico correspondiente a modo de resumen:

Tabla 5. Ratios de Rentabilidad de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).

Ratio de Rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto	25,37%	25,10%	24,69%	24,83%	25,10%
Margen EBITDA	6,24%	6,39%	6,07%	6,07%	6,45%
Margen Operativo	4,08%	4,27%	3,93%	4,03%	4,53%
Margen Neto	1,97%	1,30%	2,84%	2,42%	2,39%
ROE	12,53%	8,57%	19,08%	16,36%	25,43%
ROA	4,84%	3,11%	6,29%	5,55%	5,67%
Gastos Totales/Ventas	21,29%	20,83%	20,76%	20,90%	20,80%
Crecimiento de Ventas Anual	2,98%	2,81%	1,86%	6,72%	2,43%

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

El margen bruto muestra la diferencia entre los ingresos y el costo de los bienes vendidos dividido por los ingresos. Indica el porcentaje de las ventas que queda disponible para cubrir gastos operativos y de otro tipo en la empresa. Analizando la tendencia de los últimos años podemos notar que los valores se mantienen bastante estables oscilando entre 24,69% y 25,37%.

Este indicador ha ido desmejorando hasta 2020 inclusive en donde los costos crecieron un poco más que las ventas en este periodo. En 2019 la caída del indicador tiene que ver con la adquisición de *Fliparte* en Walmart Internacional y el aumento en los costos de transporte.

Para el año fiscal 2020, el descenso del margen bruto se debe a una “inversión en precios”, es decir una reducción en los márgenes para continuar siendo competitivos en el segmento local.

Sin embargo, en los últimos dos años fiscales se experimentó un relativo aumento en el margen bruto, producto de un sostenido nivel de ventas, un considerable aumento en el nivel de precios, que se ubicó por encima del crecimiento de costos, tanto de producción como los asociados a la pandemia.

El Margen Operativo indica el porcentaje que supone el beneficio antes de intereses, gastos extraordinarios e impuestos, es decir, se calcula haciendo el cociente de EBIT y Ventas, multiplicado por 100. A diferencia del margen bruto, tiene en cuenta todos los costos operativos, incluidas las amortizaciones.

Gráfico 33. Evolución de Utilidad Operativa y Margen Operativo de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

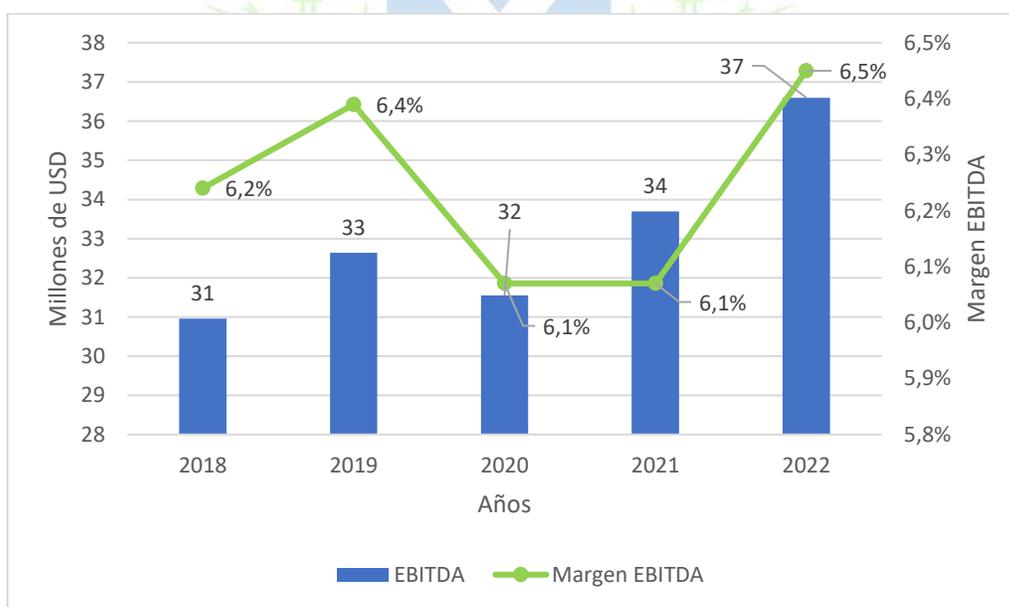
En el año 2021 los gastos operativos como porcentaje de las ventas se mantuvieron considerablemente estables en comparación con el ejercicio fiscal anterior. Los gastos operativos como porcentaje de las ventas netas se beneficiaron de un fuerte crecimiento en ventas comparables, compensadas por 4 mil millones de USD en costos relacionados con la pandemia.

Para el año fiscal 2022 los gastos operativos como porcentaje de las ventas netas se redujeron en comparación con el año fiscal anterior, resultado de un crecimiento en ingreso por ventas y una reducción de costos relacionados al Covid-19.

Los gastos operativos como porcentaje de las ventas se beneficiaron del crecimiento de las ventas comparables y de un menor incremento de costos relacionados con la pandemia de un valor de U\$D 2,5 millones, parcialmente compensados por mayores inversiones salariales especialmente para el segmento local.

El EBITDA es utilizado como un proxy al flujo de fondos operativo de la compañía, mientras que el margen EBITDA, que permite ver la relación de este indicador con las ventas netas, podemos ver como creció en 2019, para luego caer, y tocar fondo en 2020, mostrando signos de mejoría en 2021 y 2022.

Gráfico 34. Evolución de EBITDA y margen EBITDA de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

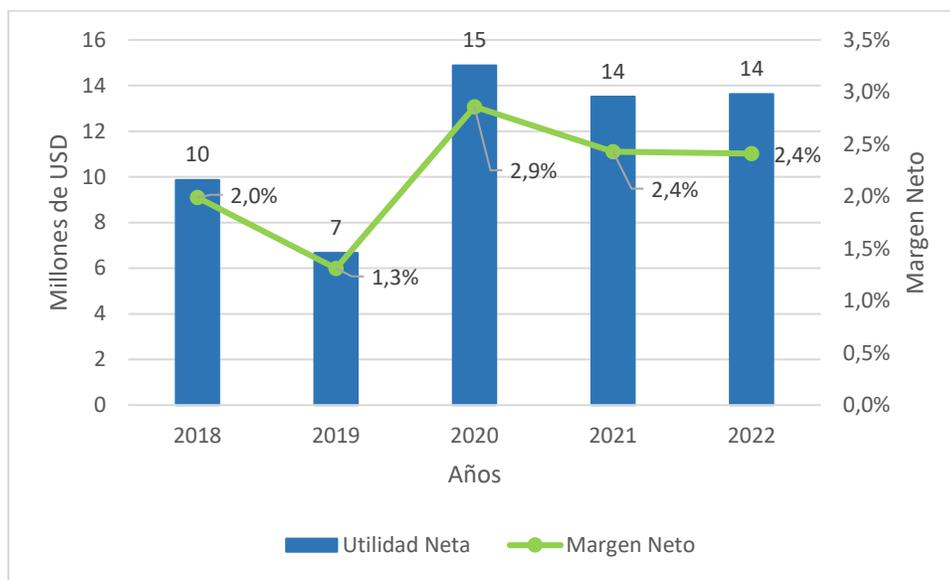
El sobresaliente crecimiento de las ventas durante el Covid-19 le permitió a Walmart visualizar un importante crecimiento en sus márgenes pasando de un EBITDA de 31.55 en el año fiscal 2020 a uno de 36.60 en el año fiscal 2022, lo mismo con el margen EBITDA, este paso de los 6,07% a 6,45% en el mismo periodo marcando el mejor valor de los últimos cinco años.

El margen neto es una medida de rentabilidad que calcula el dinero que queda de los ingresos luego de contabilizar todos los costos, gastos, e impuestos. Un índice más alto, significa que la empresa

tiene más dinero para invertir en crecimiento o para pagar dividendo a los accionistas. Para su cálculo se precisan dos variables, los ingresos de la compañía y el saldo final de la cuenta de resultados; para llegar a este último dato, se deben desconectar todos los egresos que permitieron colocar el producto en el mercado incluyendo impuestos. Luego, para obtenerlo se divide el beneficio neto entre las ventas.

El margen neto representa la utilidad para los accionistas por cada dólar de venta realizado. Para su cálculo se obtiene tras dividir los ingresos de la compañía entre las ventas.

Gráfico 35. Evolución de Utilidad Neta y Margen Neto de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



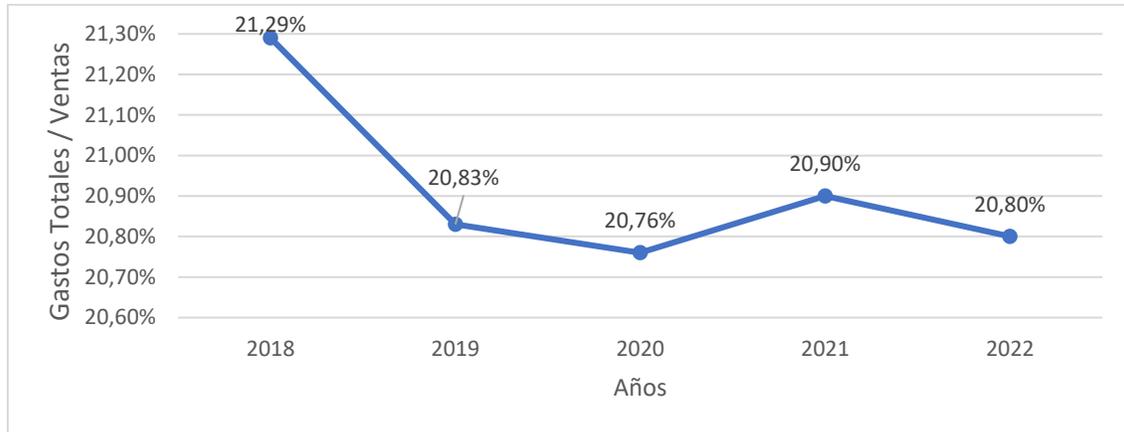
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

En 2018 y 2019 el margen neto decae debido a pérdidas extraordinarias, mientras que en 2018 los resultados negativos se debieron mayormente a una pérdida por el pago de una deuda por un valor de 3 mil millones de USD, en 2019 hubo una gran disminución en el valor de mercado de JD.com (3.5 mil millones de USD), así como también una pérdida vinculada con la venta de la participación mayoritaria en Walmart Brasil (4.8 miles de millones de USD). De 2020 en adelante Walmart experimento un notable crecimiento producto de un crecimiento en la valuación de mercado de la participación accionaria de JD.com de más de 2 mil millones de dólares en el margen neto, el cual se estabilizó en 2,41% para los años 2021 y 2022, producto de un crecimiento en las ventas y una consolidación en el margen neto.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución del ratio Gastos Totales/Ventas, en el mismo se puede analizar que si bien en el año 2018 hubo un mayor nivel de gastos por sobre las ventas, este ratio

se mantiene bastante estable a lo largo de los últimos años. En este año en particular hubo una mayor inversión dedicada al comercio electrónico, evidenciada en la adquisición de *Flipkart*, así como también un aumento en los costos de transporte. Desde el 2019 en adelante se puede visualizar a este ratio oscilando entre los entre 20,76% y 20,90% como consecuencia de un control exhaustivo de gastos en conjunto con un importante aumento de ventas.

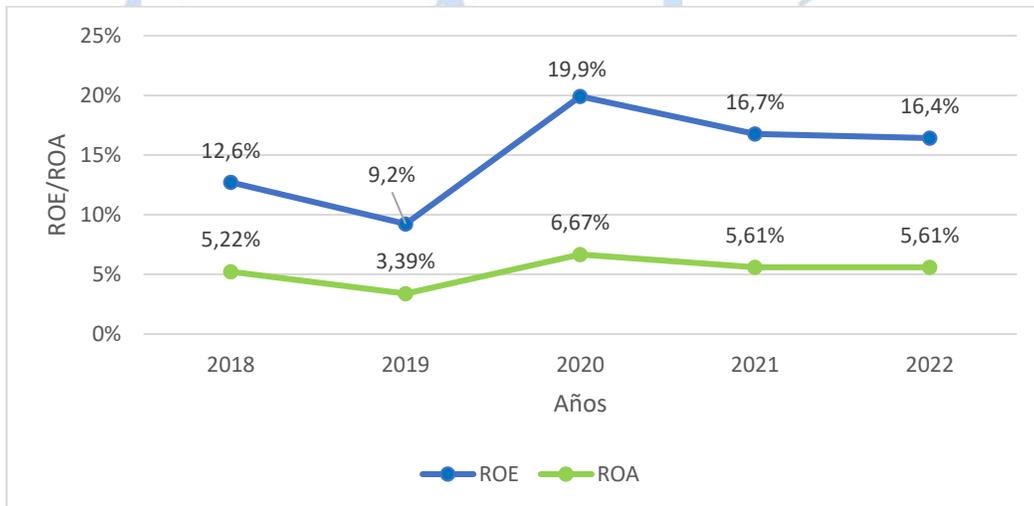
Gráfico 36. Evolución anual Gastos Totales/Ventas de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

A continuación, se puede observar la evolución del ROE y del ROA en los últimos cinco años.

Gráfico 37. Evolución anual del ROE / ROA de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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 firma y permite medir la eficiencia de la compañía con sus propios recursos. Este ratio puede interpretarse como la utilidad que recibe la empresa por cada dólar invertido en sus propios bienes considerando los recursos de la compañía, así como también el beneficio neto.

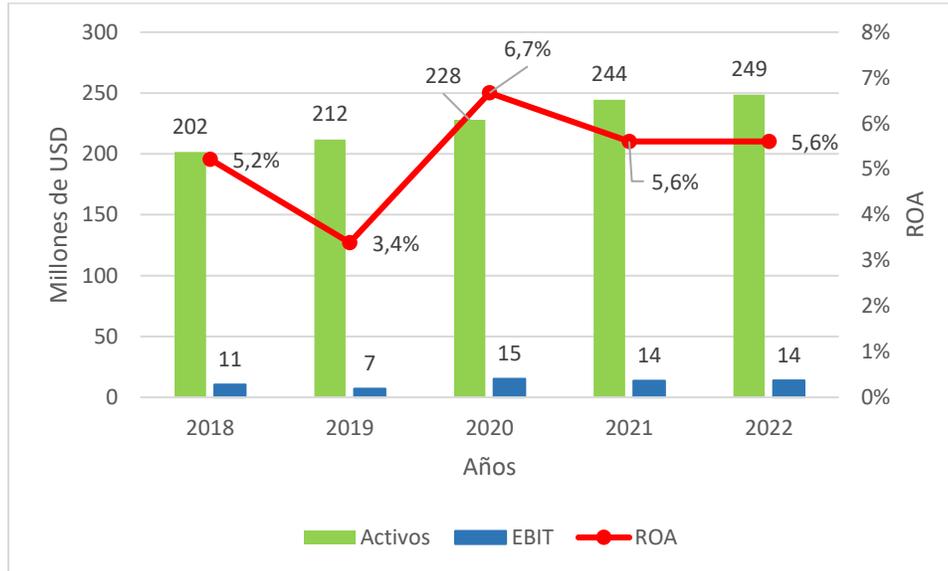
La caída del ROA en el año fiscal 2018 se debió primariamente a una pérdida por la extinción de una deuda y por un decrecimiento en el ingreso operativo, mientras que en el año 2019 la caída de esta métrica fue consecuencia de la caída del ingreso neto consolidado por la venta de la mayoría de participación de Walmart Brasil, así como una importante pérdida neta en la inversión de JD.com

En el año 2020 hubo un notorio incremento del ROA como producto de un aumento del ingreso neto consolidado, debido en parte por un cambio en el valor razonable de la inversión en JD.com, y por la superación de una pérdida registrada en el año anterior relacionada con la venta de la participación mayoritaria en Walmart Brasil parcialmente compensada por la dilución de la utilidad operativa relacionada con *Flipkart*.

La caída del ROA en el año fiscal 2021 se debió a ciertas pérdidas en las operaciones internacionales en conjunto con algunas participaciones fueron puestas a la venta, o bien, efectivamente vendidas, parcialmente compensadas con un nuevo cambio en la forma de calcular el valor razonable de las inversiones, así como un incremento del ingreso operativo. Para el año fiscal 2022 los valores se mantuvieron considerablemente estables sin ningún evento de mayor importancia que haya afectado los componentes de este indicador.

Universidad de
San Andrés

Gráfico 38. Evolución anual de Activos, EBIT, y ROA de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

El ROE, retorno sobre el patrimonio neto por sus iniciales en inglés, es uno de los ratios más utilizados por analistas financieros e inversores para medir la rentabilidad de una empresa. El mismo se calcula dividiendo el beneficio neto obtenido por dicha compañía en relación con sus fondos propios. El mismo se ha ido deteriorando desde hasta 2019, en donde alcanzó los 8,57% para luego alcanzar un máximo en 2020 e ir asentándose en torno al 16%.

El deterioro del indicador durante los años 2018 y 2019 se debió mayormente a la caída en la utilidad neta por pérdidas extraordinarias tal como fue explicado anteriormente en el ROA.

Cuando el ROE es mayor que el ROA, tal como sucede en Walmart durante los últimos cinco años, significa que se ha financiado parte del activo empresarial con deuda, lo que supone el crecimiento de la rentabilidad financiera.

Para entender cómo se compone el ROE, se utilizará el sistema Dupont, una importante herramienta para identificar si la empresa utiliza eficientemente sus recursos. Esta metodología requiere los datos de las ventas, el beneficio neto, los activos, y el nivel de endeudamiento. El objetivo principal de este sistema es reconocer que factores afectan su actividad y cómo se generan las ganancias o pérdidas.

El mismo se puede desagregar en tres segmentos para evaluarlos por separado. Un determinado aumento en el margen neto, por un aumento en la rentabilidad de la firma; de la rotación de los activos, o

lo que es lo mismo, un aumento en la eficacia de las operaciones; o de un aumento en su deuda, lo que significa, un aumento en su nivel de apalancamiento.

Ecuación del ROE descompuesto por sistema Dupont

$$\frac{\text{Rentabilidad}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Rotación de activos}}{\text{Activos totales}} * \frac{\text{Apalancamiento}}{\text{Patrimonio neto}}$$

$$\frac{\text{Ganancias netas}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}} * \frac{\text{Activos totales}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Como se puede visualizar en la tabla, el incremento en el ROE para el año fiscal 2020 fue consecuencia de un notable aumento en el margen neto y además por un ligero aumento en el apalancamiento que se vio compensado por una caída en la rotación del activo total.

Tabla 6. Descomposición del ROE por sistema Dupont de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).

Construcción ROE	2018	2019	2020	2021	2022
Rentabilidad/M. Neto	1,99%	1,31%	2,86%	2,43%	2,41%
Rotación del Activo Total	2,42	2,33	2,20	2,20	2,32
Apalancamiento	2,63	3,02	3,17	3,12	2,94
ROE	12,67%	9,22%	19,95%	16,68%	16,44%

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

El margen neto ha disminuido notoriamente hasta el 2019 para encontrar un salto muy grande desde los inicios del Covid-19 en el año fiscal 2020. Desde entonces la compañía ha experimentado una reducción en sus márgenes netos producto de una elevada inflación, un incremento en sus costos operativos, y un aumento en los niveles de inventario de la compañía. Por otro lado, si bien la rotación de inventario se mantuvo bastante estable en este último lustro, otra de las principales razones de la reducción del ROE es el decrecimiento del apalancamiento financiero de la firma.

5.2 Ratios de Actividad

Los ratios de actividad reflejan la manera en que la firma administra y maneja el capital de trabajo de la firma. En el cuadro se muestra la evolución de los ratios de actividad de la empresa más importantes junto con un gráfico de tendencia a modo de resumen:

Tabla 6. Ratios de Actividad de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).

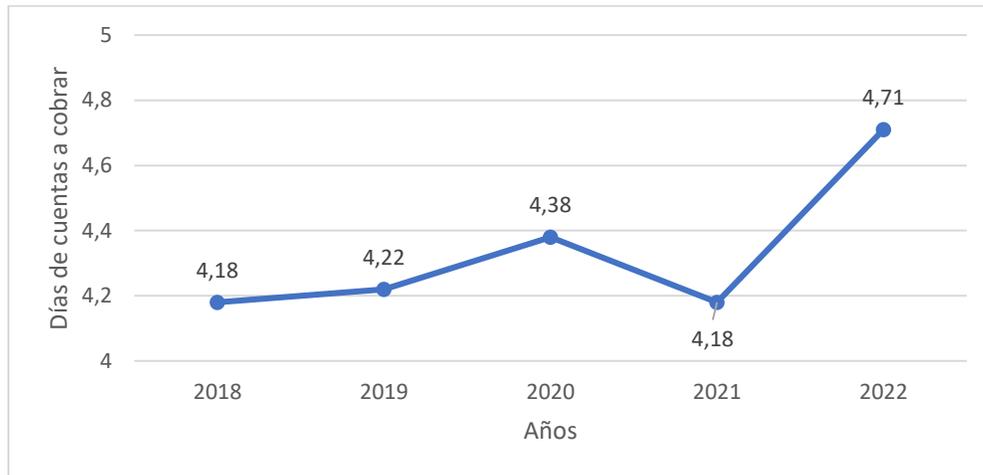
Ratio de Actividad	2018	2019	2020	2021	2022
Rotación del activo total	2,42	2,33	2,20	2,20	2,32
Rotación del activo corriente	8,75	8,90	9,40	8,46	7,92
Rotación de inventarios	8,60	8,75	8,90	9,40	8,46
Días de inventario	42,44	41,71	41,02	38,81	43,16
Rotación de cuentas por cobrar	87,40	86,48	83,39	87,37	77,42
Días de cuentas por cobrar	4,28	4,22	4,38	4,18	4,71
Días de cuentas a pagar	42,78	44,12	43,43	41,73	44,41
Gestión de cuentas por cobrar y a pagar	0,09	0,09	0,12	0,19	0,17
Días de ciclo de caja	3,84	1,81	1,97	1,26	3,46

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K 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. Se puede observar cómo la compañía estuvo experimentando una lenta pero sostenida reducción de los días de los que el inventario permanece inmovilizado. No obstante, durante el último año fiscal ha habido un gran crecimiento de este indicador alcanzando el valor máximo de los últimos cinco años, producto de una disminución del poder de compra real de los ciudadanos reflejándose en un aumento del nivel de inventarios de la compañía.

En lo que refiere al siguiente indicador se calcula dividiendo el promedio del valor de las cuentas por cobrar con las ventas para luego multiplicarlo por 365 días.

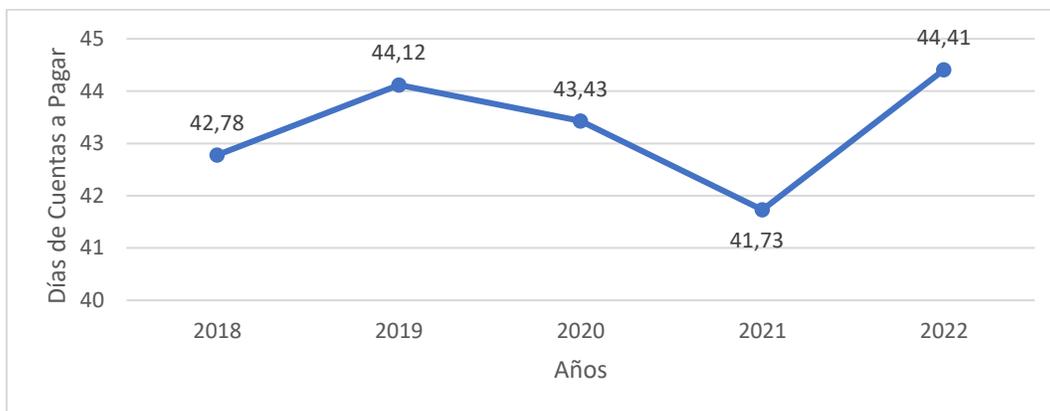
Gráfico 39. Evolución del indicador de días de cuentas a cobrar de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

La compañía pudo transformar en efectivo sus cuentas por cobrar cada 4,71 días en promedio durante el año fiscal 2022. Si bien es típico del sector minorista mantener relativamente bajo este indicador se puede observar como en el último año ha sido más difícil transformar las obligaciones en dinero en comparación con los anteriores años. Por lo que se puede visualizar, empieza a haber una tendencia de mayor dificultad para la rotación de inventario directamente proporcional a un incremento de los días de cuentas a cobrar. La siguiente métrica, días de cuentas a pagar, se obtiene realizando el cociente de las deudas a proveedores y los gastos por compras en el año multiplicado 365 días.

Gráfico 40. Evolución del indicador de días de cuentas a pagar de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

En referencia a esta métrica es importante destacar que cuanto más elevado sea el número de días de cuentas a pagar mayor será el diferimiento que la firma realice sobre sus obligaciones comerciales. Podemos observar como la tendencia a la baja de los últimos en los días de cuentas a pagar se quebró en el mismo año que aumentaron considerablemente los días de cuentas a cobrar.

El indicador que se muestra a continuación, días de ciclo de caja, es un indicador que mide el promedio de los días que le toma a la compañía recolectar el dinero de sus clientes luego de efectuar una venta. Se obtiene realizando 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 del indicador de días de ciclo de caja de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

Este es un indicador clave en la eficiencia de la gestión de la empresa. En los últimos años la empresa había mejorado considerablemente sus números en cuanto a este indicador iniciando en 3,84 para el año fiscal 2018 hasta obtener un 1.26 en el año fiscal 2021. Sin embargo, en lo referente al último año fiscal 2022, el mismo alcanzó un valor de 3.46 lo que denota un cambio de tendencia y una cierta fragilidad para poder convertir las obligaciones comerciales a favor en dinero en línea con los indicadores previamente analizados.

5.3 Ratios Crediticios

En el siguiente apartado se detalla la evolución de los ratios crediticios durante los últimos cinco años:

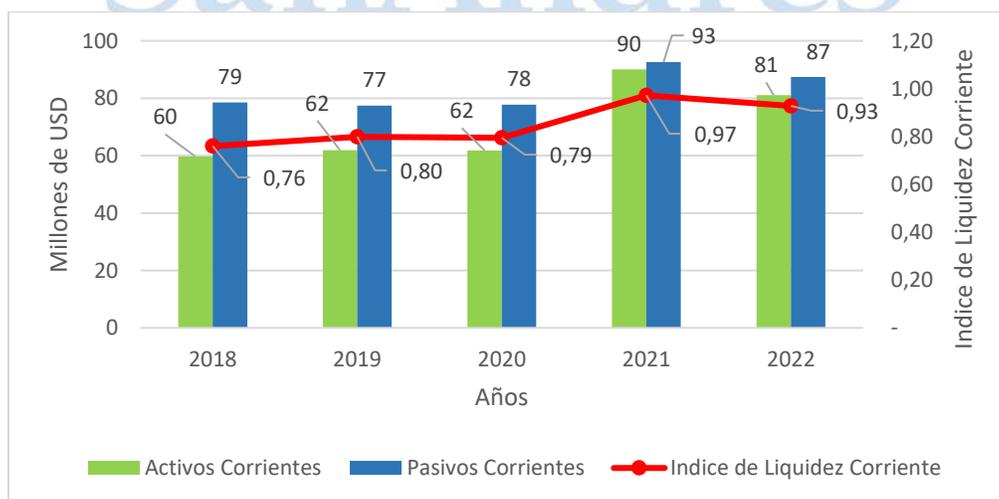
Tabla 7. Ratios crediticios de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).

Ratios Crediticios	2018	2019	2020	2021	2022
Indice de solvencia	1,65	1,57	1,53	1,53	1,60
Indice de liquidez corriente	0,76	0,80	0,79	0,97	0,93
Indice de liquidez de caja	0,09	0,10	0,12	0,19	0,17
EBITDA / Intereses Financieros	7,49	5,88	8,74	9,88	10,38
Deuda / EBITDA	1,19	1,54	1,52	1,34	1,07
Deuda / Patrimonio Neto	0,46	0,63	0,59	0,51	0,43

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

El índice de liquidez corriente o liquidez general muestra qué proporción de deudas de corto plazo pueden ser cubiertas por los activos que se pueden liquidar rápidamente. Funciona como un indicador de liquidez general que indica qué proporción de obligaciones pueden ser cubiertas por los activos corrientes. Su cálculo se obtiene dividiendo el activo corriente por sobre el pasivo corriente. En el último lustro podemos notar una evolución en este indicador al alza, un signo más que positivo para la firma.

Gráfico 42. Evolución del indicador de índice de liquidez corriente de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

Ahora bien, es interesante ver qué sucede si se hace un estudio más exigente y se le quitan los inventarios a la hora de analizar este análisis. En la prueba ácida no se tienen en cuenta los inventarios, por lo que se evalúa qué parte de sus deudas podría cubrir la firma con sus activos corrientes.

Este ratio excluye los inventarios ya que estos son los más difíciles de vender en caso de tener que afrontar compromisos financieros. Para Walmart la prueba ácida es del 28%. Analizando el último lustro se puede observar cómo hasta 2020 se mantuvo bastante estable con valores que oscilaron entre 20%-23%, hasta que, en el 2021, con el inicio de la pandemia, este ratio tuvo un pico que lo llevo a alcanzar el 49% debido al gran crecimiento de caja. Mientras tanto, en el último año, el mismo tuvo un registro del 28%, un nivel un tanto más normal si se analiza la evolución de la prueba ácida. En sintonía con lo expuesto, se puede concluir que, a partir de la pandemia, Walmart contrajo apenas un poco más de deuda, pero crecieron fuertemente sus activos, entendiéndose que se vio fuertemente beneficiada por esta nueva realidad mostrando un fuerte aumento en el nivel de ventas y por consiguiente un incremento en los valores de caja y equivalentes.

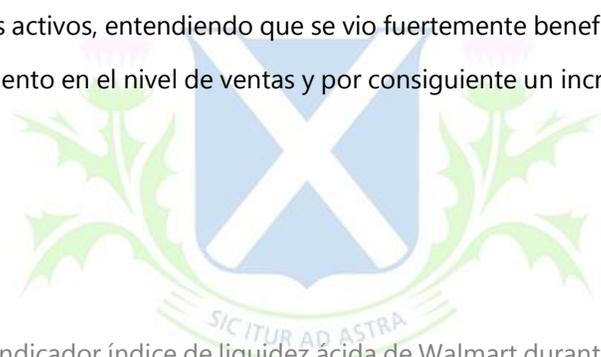
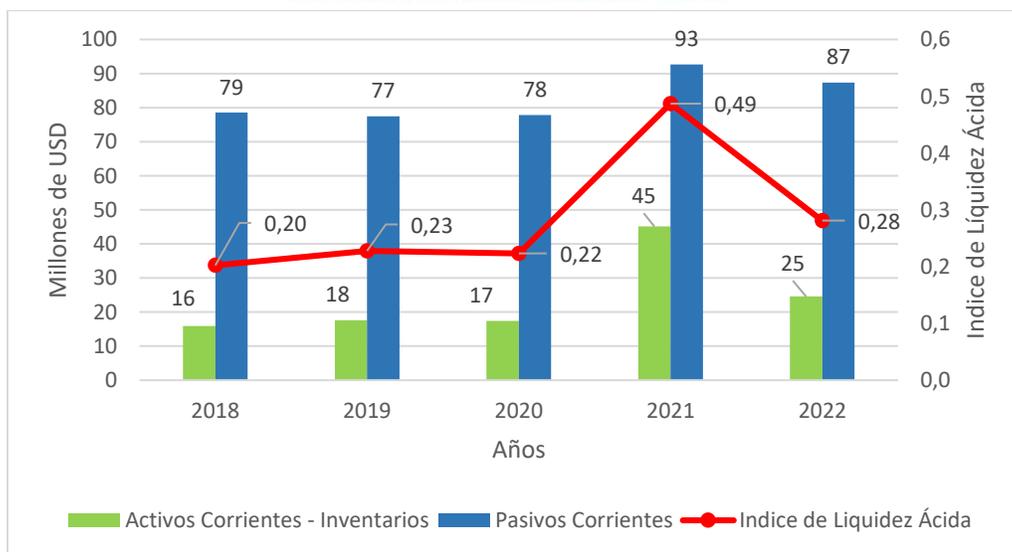


Gráfico 43. Evolución del indicador índice de liquidez ácida de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).

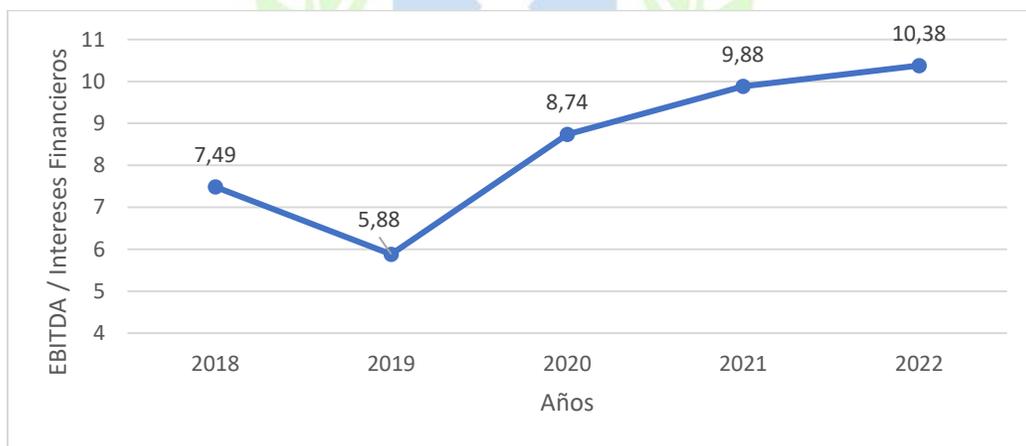


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

Ahora bien, analizando el periodo entre 2021 y 2022 se puede ver como el indicador de liquidez corriente fue de 0,97 a 0,93, mientras que en esos mismos años el índice de liquidez acida fue de 0,49 a 0,28 respectivamente. Se entiende que la liquidez corriente se mantuvo bastante estable mientras que al quitarle los inventarios se experimenta una oscilación considerable. Esto se encuentra alineado con el aumento en el nivel de inventarios reportado por la compañía, que paso de 44.944 millones de USD para el año fiscal 2021 a 56.511 millones de USD para el año fiscal 2022.

El indicador de EBITDA por sobre intereses financieros muestra la capacidad de la firma para generar ganancias suficientes para cubrir sus pagos de intereses. Un nivel de ratio alto indica que la empresa posee una buena capacidad para generar ganancia y hacer frente al pago de intereses. En estos valores, Walmart tiene una sólida capacidad de pago de intereses.

Gráfico 44. Evolución del indicador EBITDA / Intereses Financieros de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).

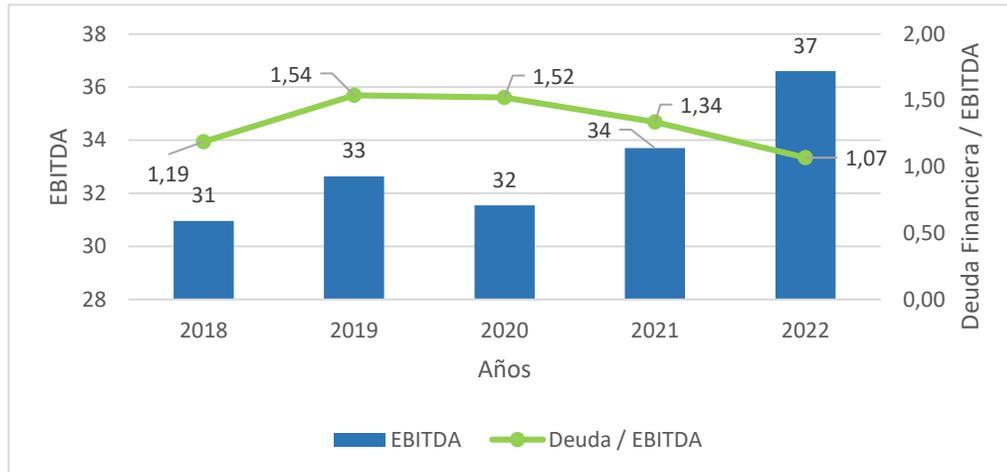


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

El indicador Deuda/EBITDA indica la capacidad de una compañía para hacer frente a sus pasivos a partir de los ingresos de las operaciones en curso. El resultado mide el tiempo en cantidad de años que necesita la firma para pagar su deuda a base de EBITDA, es decir, sin tener en cuenta los intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, e idealmente, debe ser lo más bajo posible.

Un ratio Deuda/EBITDA alto, puede interpretarse como una capacidad reducida por parte de la empresa para hacer frente a la devolución de su deuda, mientras que, un ratio bajo, muestra una empresa saneada en el ámbito económico.

Gráfico 45. Evolución del EBITDA y del ratio Deuda/EBITDA de Walmart durante los últimos cinco años (2018 - 2022).



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

Se puede observar que durante los últimos tres años Walmart ha experimentado un considerable crecimiento de su EBITDA, mientras que el ratio Deuda/EBITDA se ha reducido de manera inversamente proporcional hasta alcanzar el valor de 1,07 para el año fiscal 2022, el registro más bajo del último lustro.

La relación deuda / patrimonio mide la relación entre el pasivo y el capital aportado por los accionistas. Es un índice que permite medir el apalancamiento financiero de una compañía, así como también hasta qué punto el capital de los accionistas puede cumplir las obligaciones de una empresa con los acreedores en caso de liquidación.

Se puede visualizar una tendencia a la baja de la deuda reduciendo la participación de la deuda a terceros como parte de la estructura de capital haciendo bajar el ratio deuda / patrimonio neto un total de veinte puntos porcentuales en cuatro años pasando de 0,63 a 0,43 para el año fiscal 2022.

5.4 Ratios de la Industria

5.4.1 Same Store sales

Es el indicador por excelencia de la industria minorista. Este ratio compara las ventas operadas en un determinado periodo contra otro (generalmente una misma temporada o un mismo trimestre) en los mismos locales y se expresa en términos porcentuales.

El *same store sales* permite distinguir entre un crecimiento orgánico, lo que refiere a un incremento en los registros de ventas de las tiendas existentes, del crecimiento por inversión en adquisiciones, abriendo nuevas tiendas y modificando los locales ya existentes.

La gerencia contempla los indicadores de las tiendas existentes incluyendo las ventas de comercio electrónico. La definición de Walmart de ventas comparables incluye las ventas de los últimos doce meses. Las ventas a través del comercio electrónico se contabilizan incluyendo todas aquellas que hayan sido iniciadas a través de medios digitales, incluyendo transacciones por alguno de los canales ofrecidos que sean completados en alguno de los locales.

Se excluyen las ventas relacionadas con negocios desinvertidos de ventas comparables y las ventas relacionadas con adquisiciones se excluyen hasta que dichas adquisiciones hayan sido propiedad de la firma durante menos de doce meses. Las ventas comparables también se conocen como ventas en la misma tienda por toda la industria minorista. El método de cálculo de las ventas comparables varía en la industria minorista.

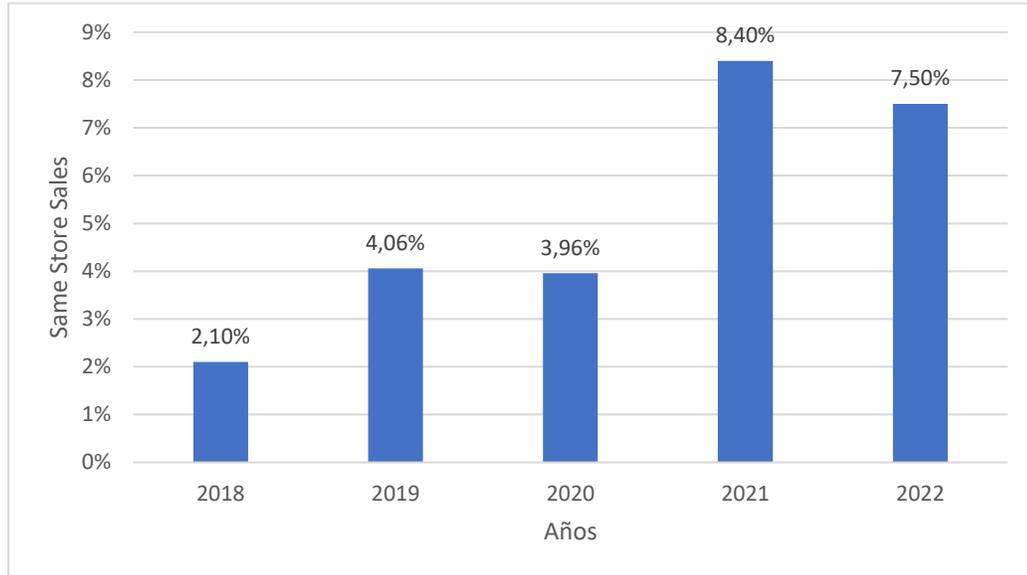
Cabe destacar que para realizar este análisis se han tomado los dos sectores que realizan sus actividades en Estados Unidos, Walmart EE. UU. y Sam's Club. Debido a la diferencia entre el nivel de ingresos que ambos producen y la cantidad de locales con los que estos cuentan se ha calculado el Same Store Sales utilizando un promedio ponderado otorgándole un 80% a Walmart Estados Unidos y un 20% para Sam's Club.

Las ventas comparables en Estados Unidos crecieron 8,40% y 7,50% para los años fiscales 2021 y 2022 respectivamente. Las ventas del segmento local de Walmart aumentaron un 8.5% y un 7.00%, mientras que para el negocio de Sam's Club aumentaron un 8,4% y un 9,55% para 2021 y 2022.

Para el año fiscal 2022 el crecimiento de ventas comparables se debió a un crecimiento en las transacciones, que incluye un sólido consumo proveniente de los estímulos entregados por el gobierno y cierto impacto ligado por un aumento de la inflación en ciertas categorías de mercancías.

En el primer trimestre del año fiscal 2022, el valor promedio de compra aumentó, mientras que la cantidad de transacciones disminuyeron. Para el año fiscal 2021, las ventas comparables tuvieron un crecimiento impulsado por el crecimiento de la cantidad de transacciones resultado de una mayor demanda debido al Covid-19.

Gráfico 46. Evolución de las ventas comparables de Walmart durante los últimos años (2018 – 2022).



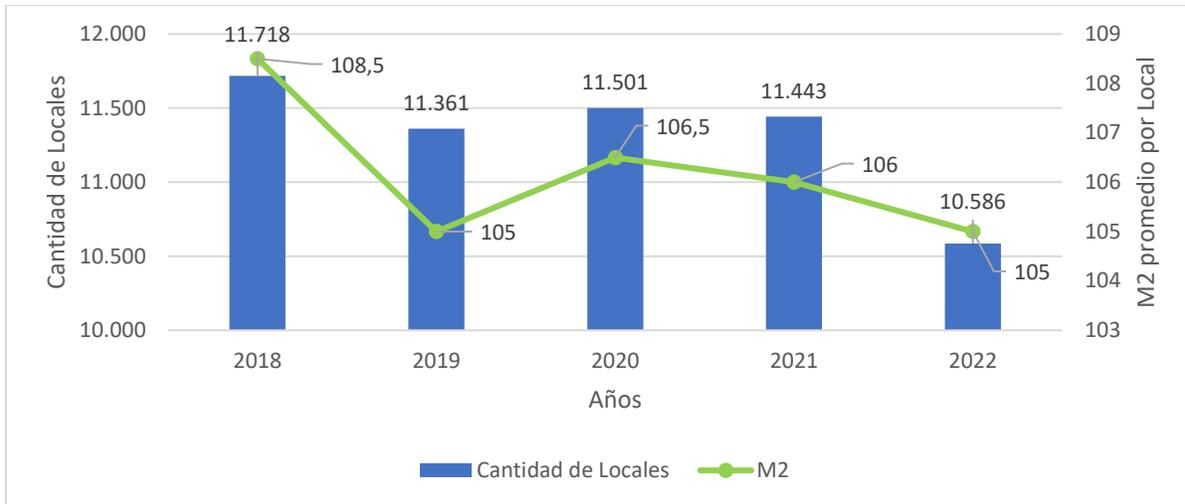
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc.

Si bien durante el año fiscal 2022 hubo un decrecimiento de cien puntos básicos producto de un cierto aumento de inflación, un alejamiento de la pandemia y de los confinamientos, podemos observar una gran evolución en lo referente al crecimiento de las ventas comparables si analizamos los registros de los últimos cinco años.

5.4.2. Número de locales y metros cuadrados

En los últimos años ha habido una disminución en la cantidad de tiendas de Walmart en línea con la evolución de las preferencias de los clientes quienes hoy en día van teniendo gradualmente una mayor adopción del comercio electrónico, eligiendo entre las modalidades Pick-up, retiro en la acera, y de envío a domicilio. De esta manera la gerencia se enfocó en desarrollar los super centros, así como también los mercados de barrio cerrando formatos como Walmart Express durante los últimos años.

Gráfico 47. Evolución de la cantidad de locales y de la cantidad de metros cuadrados de Walmart durante los últimos cinco años (2018 – 2022).



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

En el análisis por segmento la mayor variación se ha observado en el plano internacional, Walmart ha cerrado sus locales en Brasil en el año fiscal 2019 tras experimentar una pérdida de rentabilidad del negocio en ese país, así como también en el año 2022 se ha desprendido de sus tiendas tanto en Reino Unido, Japón, y Argentina por los mismos motivos.

Gráfico 48. Evolución de la cantidad de locales de Walmart segregado por segmento durante el periodo 2006-2022.



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

La evolución de las ventas por metro cuadrado y por local se encuentran al alza para el periodo especificado más abajo considerando que Walmart continúa presentando ingresos por ventas superiores

año tras año, de esta manera se puede afirmar que la firma ha mejorado su eficiencia en el uso de los recursos propios mejorando su rentabilidad.

Tabla 8. Ventas por local y por metro cuadrado de Walmart durante el periodo 2018-2022.

	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas por Local (USD Millones)	42,31	44,94	45,21	48,52	49,82
Ventas Por m2 (USD)	709	726	733	742	752

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

5.5 Comparación con la competencia

A continuación, se comparan diferentes indicadores de rentabilidad, actividad, crediticios, y de la industria, con firmas comparables con Walmart tales como Target, Kroger, Costco, y Amazon. En cuanto a este último, a efectos de realizar una comparación fidedigna, se han incluido solamente los valores pertenecientes a su segmento de venta minorista.

Tabla 9. Comparación de ratios de rentabilidad y actividad de Walmart con otros competidores para el año fiscal 2022.

	Walmart	Target	Kroger	Costco	Amazon	Industria
Ratios de Rentabilidad						
Margen Neto	2,41%	6,55%	1,20%	2,62%	-	2,07%
Margen EBITDA	6,45%	11,29%	5,01%	4,41%	-	5,58%
Margen Operativo	4,53%	8,44%	2,52%	3,54%	3,80%	4,48%
Ratios de Actividad						
Rotación del activo corriente	7,92	3,54	4,62	7,67	-	1,90
Días de rotación del activo total	2,32	2,02	2,82	3,5	-	3,13
Rotación de inventarios	8,46	6,11	15,53	11,13	-	11,97
Días de rotación de inventarios	43,16	59,18	23,5	29,40	-	36,6
Días de Ciclo de Caja	3,46	(6,69)	4,87	2,50	-	2,50

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Kroger, Costco Wholesale Corporation, y Amazon.

En lo que respecta a los indicadores de rentabilidad se puede visualizar que de forma general Walmart se encuentra considerablemente bien posicionada en comparación con la industria; de manera más específica se puede indicar que se encuentra por encima de Kroger y Costco, pero por debajo de Target.

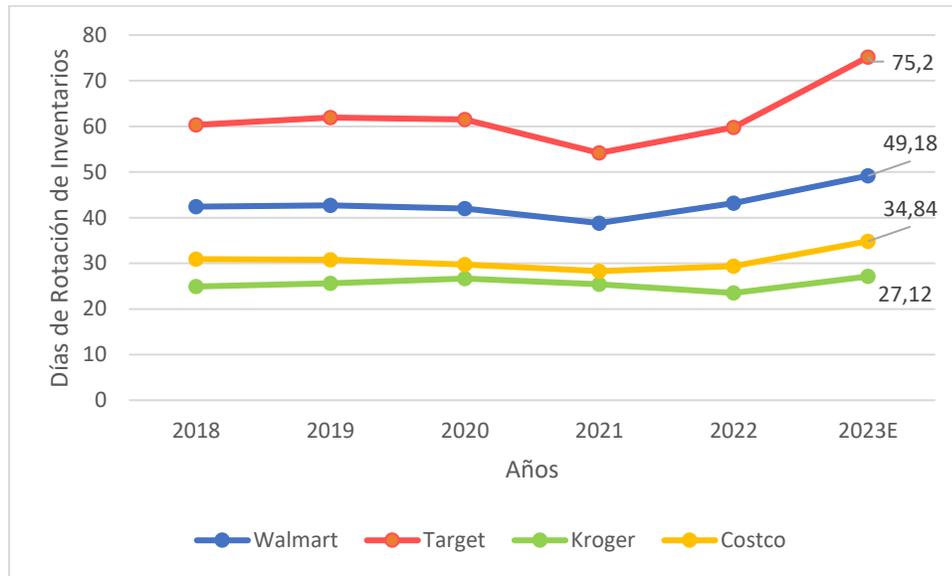
En lo referente a los ratios de actividad, Walmart se destaca por su buena rotación de su activo corriente, mientras que para el resto de los indicadores se encuentra en alineada con la industria en términos generales, obteniendo resultados medios con respecto a sus competidores.

Los días de rotación de inventarios se mantienen un tanto elevados en comparación al sector. Estos muestran el nivel de liquidez del inventario, un menor número de día de inventarios indica un periodo más corto para liquidar el mismo por lo que suele preferirse mantenerlo lo más bajo posible. Un aumento de este indica que las ventas de la compañía se desaceleraron. Analizando la evolución histórica de este se puede observar que el posicionamiento de Walmart se mantiene bastante estable respecto a sus competidores, sin embargo, debe también destacarse que Walmart tiene una escala bastante considerando que opera en 24 países en total, mientras que Costco opera en doce naciones, y Target y Kroger sólo operan en Estados Unidos.

Finalmente, es importante destacar la tendencia al alza que se puede ver en los últimos dos años y como se estiman números más altos todavía para el año entrante. El consistente aumento en los días de rotación de inventario empieza a evidenciar un desaceleramiento en el consumo y potencialmente un incremento en los niveles de inventario.

Universidad de
San Andrés

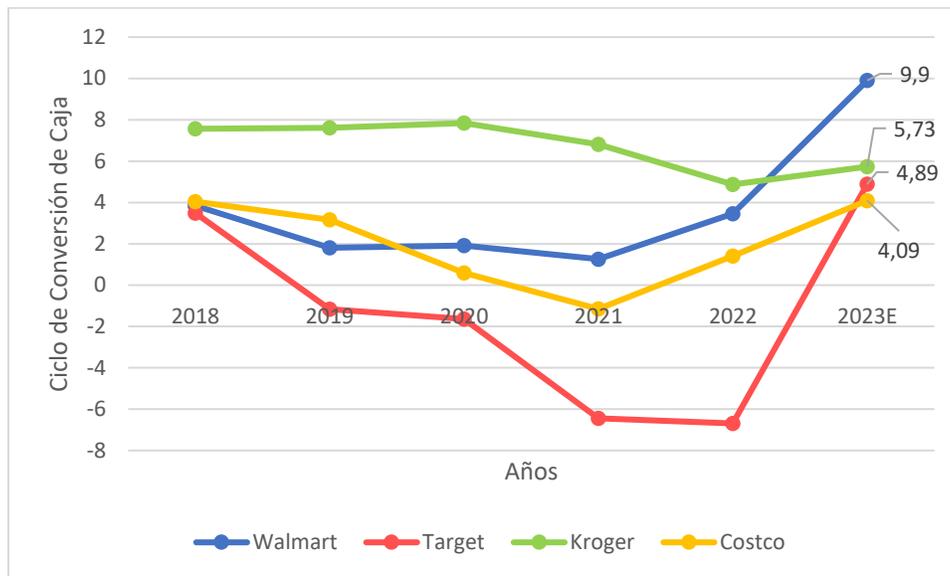
Gráfico 49. Evolución de la cantidad de días de rotación de inventarios de Walmart y sus competidores durante el período 2018-2022 y los estimados del año fiscal 2023.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Kroger, Costco Wholesale Corporation.

El ciclo de conversión de caja es una métrica muy utilizada con empresas de tipo minorista que poseen inventarios que se venden a los clientes, analiza la cantidad de tiempo necesario para vender el inventario, teniendo en cuenta la cantidad de tiempo necesario para cobrar las cuentas por cobrar y el tiempo que la empresa tiene para pagar sus facturas sin incurrir en multas.

Gráfico 50. Evolución de la cantidad del ciclo de conversión de caja de Walmart y sus competidores durante el período 2018-2022 y los estimados del año fiscal 2023.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Kroger, Costco Wholesale Corporation.

Tabla 10. Comparación del ciclo de conversión de caja de Walmart con otros competidores para el periodo 2018-2022 y para lo estimado del año fiscal 2023.

Ciclo de conversión de Caja	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Walmart	3,84	1,81	1,91	1,26	3,46	9,90
Target	3,49	-1,17	-1,64	-6,44	-6,69	4,89
Kroger	7,56	7,61	7,84	6,81	4,87	5,73
Costco	4,04	3,17	0,59	-1,15	1,41	4,09

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Costco Wholesale Corporation, y Kroger.

Generalmente cuanto menor sea este número mejor, de hecho, los CCC decrecientes o constantes son buenos, no obstante, queda en evidencia, que desde 2021 en adelante empieza a visualizarse un fuerte incremento de este indicador en los jugadores más importantes del sector, especialmente en lo esperado para el año entrante.

Para analizar aún más este indicador vamos a segregarlo en partes, cabe destacar que el cálculo del Ciclo de Conversión de Caja se obtiene sumando los días de ventas pendientes con los días de inventario, menos los días a pagar.

Los días de ventas cuentas a cobrar es un indicador financiero que muestra qué tan bien se administra las cuentas por cobrar de una empresa.

Tabla 11. Evolución de Días de cuentas a cobrar para Walmart y sus competidores durante el periodo 2018-2022 y las estimadas para el año fiscal 2023.

Días de cuentas a cobrar	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Walmart	4,18	4,22	4,38	4,18	4,72	4,70
Target	2,00	2,10	2,33	2,20	3,53	3,03
Kroger	4,86	4,81	4,92	4,80	4,78	5,19
Costco	4,00	3,83	3,38	3,12	3,25	3,82

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Costco Wholesale Corporation, y Kroger.

La evolución de este indicador muestra una tendencia generalizada al alza con un fuerte impacto en el último año fiscal 2022, y estimaciones aún más negativas para el próximo año fiscal, sin embargo, Walmart se destaca entre estas compañías por mantenerse estable de acuerdo con las expectativas para el 2023, la industria en general espera una mayor cantidad de días de inventario, alcanzando potencialmente un nuevo máximo en 2023 de acuerdo con las estimaciones de analistas y especialistas.

Tabla 12. Evolución de Días de inventario de Walmart y sus competidores durante el periodo 2018-2022 y las estimadas para el año fiscal 2023.

Días de Inventario	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Walmart	42,44	42,73	42,03	38,82	43,16	49,18
Target	60,35	61,96	61,50	54,18	59,78	75,20
Kroger	24,94	25,62	26,68	25,41	23,50	27,12
Costco	30,93	30,81	29,76	28,29	29,40	34,84

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Costco Wholesale Corporation, y Kroger.

Por último, se muestra la evolución de los días de cuentas a pagar, un aumento en este indicador puede sugerir que la empresa retrasa el pago a sus proveedores. Walmart vuelve a destacarse entre su competencia siendo el único con registros a la baja considerando las expectativas para el año entrante.

Tabla 13. Evolución de Días de cuentas a pagar pendientes de Walmart y sus competidores durante el periodo 2018-2022 y las estimadas para el año fiscal 2023.

Días de cuentas a pagar	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Walmart	42,78	44,12	43,49	41,73	44,41	43,98
Target	56,86	63,13	65,47	62,82	68,99	70,31
Kroger	22,24	22,82	23,76	23,40	23,41	26,58
Costco	30,89	31,47	32,55	32,56	31,24	34,57

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Costco Wholesale Corporation, y Kroger.

Habiendo profundizado el análisis de los componentes del ciclo de conversión de caja durante se evidencia un desaceleramiento en el consumo en los años fiscales 2022 y 2023 justificado por un razonable aumento en los días pendientes de venta y en los días de cuentas a pagar, pero sobre todo por un exponencial crecimiento en los días de inventario. Entre las compañías analizadas Walmart es la que muestra los indicadores más saludables lo que la dejan mejor parada para el futuro.

Tabla 14. Comparación de Walmart con competidores de ratios crediticios y CAGR de cinco años para el año fiscal 2022.

	Walmart	Target	Kroger	Costco	Amazon
Índice de solvencia	1,60	0,86	0,76	1,03	-
Índice de liquidez corriente	0,93	0,99	0,75	1,02	-
Índice de liquidez de caja	0,17	0,27	0,18	0,35	-
Índice de endeudamiento	0,43	1,07	1,36	0,33	-
Cobertura de intereses	13,01	21,25	6,09	18,23	-
Deuda/EBITDA	1,07	1,38	3,38	0,81	-
Ventas – CAGR 5 años	3,43%	-0,8%	4,2%	12%	11,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Costco Wholesale Corporation, Amazon, y Kroger.

En lo que concierne a los ratios crediticios, Walmart posee una gran diferencia por sobre los demás en su índice de solvencia, posee además un saludable registro al calcular el cociente entre su deuda y el EBITDA, lo que se traduce también en un sólido índice de endeudamiento. Se recuerda que este último evalúa la proporción de financiación externa que posee una empresa frente a su patrimonio.

Tiene sentido que al presentar un menor ratio de endeudamiento que sus competidores, su índice de liquidez de caja, junto con su índice de liquidez corriente, sea un tanto más débil que los demás.

En cuanto a la tasa compuesta de crecimiento, Walmart tiene un menor porcentaje, pero un mayor penetración a nivel global que las demás. Sin embargo, mientras el crecimiento de Amazon continúa marcando el camino en la industria, es destacable la evolución en las ventas que ha tenido Costco.

A continuación, se puede apreciar en detalle la evolución de las ventas de Walmart y de Costco del último lustro. Las mismas se encuentran separadas por región, por un lado, las ventas del mercado estadounidense, por otro lado las ventas del ámbito internacional.

Tabla 15. Evolución de Ingresos por región de Walmart y Costco en millones de USD durante el periodo 2018-2022.

Ingresos por región	2018	2019	2020	2021	2022
Walmart US + Sam's Club	381	392	402	437	470
Walmart Internacional	119	121	121	122	101
Costco US	102	111	122	141	163
Costco Internacional	40	40	44	54	60

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., y Costco Wholesale Corporation.

Es innegable que Costco Wholesale está ganando una importante cuota de mercado, sus ventas son sólidas, y sus números se encuentran creciendo a buen ritmo. Sus registros opacan parcialmente los números obtenidos por Walmart, sin embargo, cabe destacar que en el ámbito local Walmart posee casi el triple en ingresos por ventas, una relación que en líneas generales se mantuvo durante los últimos años.

Tabla 16. Evolución de ventas en porcentaje por región de Walmart y Costco durante el periodo 2018-2022.

Ventas en % por región	2018	2019	2020	2021	2022
Walmart US + Sam's Club	4,40%	2,98%	2,65%	8,46%	7,76%
Walmart Internacional	2,65%	2,26%	-0,68%	0,91%	-16,64%
Costco US	8,96%	9,25%	9,30%	15,77%	15,60%
Costco Internacional	14,68%	1,64%	8,96%	22,21%	11,50%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., y Costco Wholesale Corporation.

El ámbito internacional es una falencia para Walmart, donde viene perdiendo terreno en comparación con Costco Wholesale cuyos ingresos vienen teniendo un saludable crecimiento año tras año.

El gigante minorista ha tenido un viaje tumultuoso fuera de su territorio, sus mayores pérdidas hasta ahora fueron en Alemania, Corea, Japón, y por último Reino Unido, donde Walmart ha vendido su cadena de mercados a *Sainsbury's* luego de 19 años de su adquisición.

Una vez que Walmart ingresó a Alemania en 1997, luego de haber adquirido las cadenas minoristas *Spar Handel* y *Wertkauf*. Las tiendas de ambos jugadores fueron renombradas como Walmart, luego se implementaron operaciones eficientes aplicando su estrategia *every day low prices*. Sin embargo, en 2006, la empresa tuvo que vender sus 85 tiendas a Metro Group con una pérdida de mil millones de dólares. La razón más obvia fue que Alemania no permite recorte de precios. Todos los minoristas tenían precios equivalentes y Walmart no podía ofrecer nada que otros no ofrecieran en una industria saturada.

En Alemania, las cinco compañías más grandes del sector representaban el 63% de la participación de mercado, pero Walmart no era uno de ellos, las dos empresas que habían adquirido eran jugadores menores, que en conjunto tenían una participación de solo el 3%. Hoy en día esto es visto como el error más grande de la compañía debido a la falta de diligencia debida.

Su primera incursión en Asia fue en Japón en el año 2005, al adquirir una de las cadenas minoristas más grandes del país, *Seiyu*, fundada en el año 1960. Sin embargo, no pudo llegar a los consumidores japoneses que estaban más interesados en la calidad que en la cantidad. Con el ingreso de Amazon Fresh ofreciendo frutas y verduras frescas, productos gourmet, y otros artículos de consumo masivo a precios más bajos, Walmart tuvo que tomar medidas. En enero de 2018 hubo una asociación con Rakuten, el sitio de comercio electrónico más grande de Japón para ofrecer entrega de productos comestibles en línea. Poco a poco los resultados siguieron decepcionando y la empresa no supo cómo poder diferenciarse de su competencia lo que llevo a la venta de la participación de la compañía en territorio japonés en el año 2020.

Cuando Walmart ingreso a Corea del Sur como entidad independiente en 1998, la tienda minorista de descuento más grande del país E-Mart, ya tenía una participación de mercado del 30%. Casi dos décadas más tarde, en 2006, vendió sus 16 tiendas a *Shinsegae Group*. Mike Duke, entonces vicepresidente de Walmart indicó que sería difícil para la compañía llegar a la escala deseada en ese territorio. En el mismo año, el minorista francés Carrefour también vendió su participación en esa nación. Corea del Sur es un mercado en donde fracasaron muchos grandes, incluidos Nestlé y Nokia. Los consumidores coreanos tienden a preferir sus marcas locales. Sus preferencias de compra también eran drásticamente diferentes, mientras los consumidores estadounidenses tienden a comprar a granel para el almacenamiento a largo plazo y se sienten cómodos con los alimentos envasados, los consumidores coreanos son más exigentes con la frescura de la comida, y están dispuestos a hacer viajes más frecuentes para comprar volúmenes más pequeños, pero de productos frescos. Entendiendo este comportamiento, E-Mart tenía descuentos agresivos para cantidades más pequeñas. De esta manera, los coreanos visitarían Walmart sólo para comprar grandes productos no alimentarios, prefiriendo visitar supermercados domésticos para comprar alimentos y artículos de uso diario.

En 1998 Walmart adquirió la cadena de hipermercados británica ASDA la cual para entonces contaba con una participación del 31%. La relación comercial sobrevivió a todos los pronósticos hasta hace poco cuando los supermercados se convirtieron en un campo de batalla para los minoristas, en línea y fuera de línea en Reino Unido. En 2020, Amazon se asoció con el grupo de supermercados *Morrisons* y la tecnología fue su alma principal. Los consumidores pueden realizar pedidos en Amazon utilizando el asistente virtual de Amazon Alexa. A esto se le suma la entrada de los competidores alemanes en *Aldi* y *Lidl*. Dado este escenario Walmart vendió ASDA a su rival *Sainsbury*.

Estas experiencias sirven de aprendizaje para el resto de los mercados internacionales, especialmente en India donde se ha hecho una gran inversión para la adquisición de Flipkart hace un par de años. La tecnología y el servicio de este son eficientes lo que ha permitido su rápido crecimiento en los últimos cinco años, construyendo un buen ecosistema.

En contrapartida ha Walmart, Costco Wholesale planea grandes aperturas a nivel global. Con el foco puesto en Europa, planea inaugurar nuevas sedes en Alemania, Francia, España, e Italia. De acuerdo con su vicepresidente ejecutivo James Murphy, el camino en Europa ha sido lento debido a la dificultad que tiene ingresar a un mercado nuevo siendo un lugar difícil para entrar con todas las reglas, regulaciones, y procesos de permiso, pero planean continuar con ese proceso.

Costco ha podido adaptarse a las culturas locales en su expansión internacional, mientras que Walmart tendía a ir a países extranjeros sin una comprensión clara de cómo la gente compra en otros lugares. Walmart nunca evidenció que los europeos prefieren empacar su propia comida al momento de pagar, o bien, que los mexicanos compran diariamente ingredientes frescos en lugar de artículos envasados o congelados, por lo que la escala de tiendas y el modelo de compras por volumen no terminaron siendo tan efectivos. Costco ha aprendido de los errores de Walmart, en todas sus tiendas internacionales ofrece especialidades locales de temporada.

Un desafío mayor que la comida local podría ser el tamaño de las familias europeas que suelen ser pequeñas y tienden a ser aún más chicas. La tasa de fecundidad en España asciende a 1,1 por mujer según el Banco Mundial, muy por debajo del 1,9 observado en Estados Unidos, lo que significa que las compras al por mayor están perdiendo popularidad gradualmente y que los paquetes son cada vez más pequeños.

En lo referente a los ratios más tradicionales del sector, se puede apreciar que Walmart se encuentra alineada con el crecimiento los principales competidores de la industria.

Tabla 17. Ratios de la industria para Walmart y sus competidores en el año fiscal 2022.

Ratios de la Industria	Walmart	Target	Kroger	Costco
Same Store Sales	7,50%	3,46%	5,30%	10,80%
Ventas por m2 (USD)	752	673	611	1.054

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Costco Wholesale Corporation, Amazon, y Kroger.

Con este análisis se puede concluir que Walmart es una empresa confiable, de crecimiento lento pero sostenido que refleja la madurez que ha desarrollado a lo largo de su historia. Con bajos niveles de endeudamiento en términos relativos, un importante nivel de ventas en el ámbito local contrarrestado con registros un tanto más débiles en el plano internacional, deberá hacer frente a numerosos desafíos para los años entrantes tales como un menor número de rotación de inventarios, mayores niveles de stock, y un mayor ciclo de conversión de caja, entre otros, consecuencia de la situación macroeconómica actual.

6. Valuación por flujos de fondos descontados.

6.1 Consideraciones preliminares.

En este apartado se realizará la valuación de Walmart a través de la valuación por flujos de fondos descontados con vistas a obtener el valor intrínseco del capital accionario al 31 de enero de 2022.

Este método de valuación intenta establecer el valor actual de una compañía basándose en proyecciones de cuánto dinero generará en el futuro descontando el flujo de caja proyectado a valor presente mediante la aplicación de una tasa de descuento que refleja el costo de financiamiento de la firma. Existen dos alternativas metodológicas para calcular el valor de un activo a través de DCF. A los fines de este trabajo de valuación se utilizará el flujo de fondos disponibles para la firma. Se conoce al FCFF, o flujo de fondos disponibles, como aquel capital que ha sido generado por la empresa y se encuentra "libre" para ser distribuido entre los inversores, tanto accionistas como acreedores. Para arribar al mismo, se estima el flujo de caja de la empresa luego del pago de impuestos, gastos operativos, y necesidades de reinversión, pero antes del pago de gastos financieros, tales como el pago de intereses.

Para construir los flujos es necesario estimar la duración o vida del negocio la cual se asume como ilimitada o infinita puesto que Walmart cuenta con más de 60 años de antigüedad, es el líder de la industria minorista, y sus niveles de venta crecen año tras año. Por lo tanto, se efectuará una proyección de flujos para un periodo específico de tiempo (5 años), y luego se adicionará una estimación de valor terminal equivalente al flujo de fondos a perpetuidad con posterioridad al lustro previamente proyectado.

6.2 Flujo de fondos disponibles para la firma

El FCFF es una medida de la rentabilidad de un negocio luego de haber cubierto todos sus gastos operativos y necesidades de inversión, y representa el flujo de caja disponible para ser repartido entre los inversores. Si bien existen múltiples maneras para calcularlo, partiendo desde el resultado neto de la firma, el EBIT, o el flujo de operaciones, en este trabajo se utilizará la siguiente metodología:

Ecuación de Flujo de Fondos disponibles para la firma

$$\begin{aligned} & EBIT \times (1 - t) \\ & + \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ & - \text{Inversiones de capital (CAPEX)} \\ & \pm \text{Variaciones del capital de trabajo} \\ \hline & \text{Flujo de fondos disponibles para la firma (FCFF)} \end{aligned}$$

Donde t = alícuota impositiva.

La fórmula utilizada parte de las ganancias antes de intereses e impuestos, pero se deduce el impacto de éstos con la intención de obtener un flujo que no se encuentre afectado por la estructura de capital de la compañía. Luego se elimina el impacto de depreciaciones y amortizaciones cuyo efecto es sólo contable y justamente por eso es necesario sumarlos. Por último, debe considerarse el impacto de la variación del capital de trabajo.

6.3 Costo del capital con tasa WACC

Para poder hacer un cálculo de valor presente del FCFF es necesario utilizar una tasa de descuento que refleje tanto los riesgos, el costo de oportunidad, y la preferencia de los individuos por los fondos presentes a los futuros (valor tiempo de dinero). La tasa de descuento utilizada por excelencia es el costo promedio ponderado de capital, el mismo indica el costo que tiene el financiamiento una determinada firma considerando su estructura de capital.

A fines de calcular el costo del capital con la tasa WACC se utilizan los costos de financiamiento de la empresa ponderados por su proporción a valor de mercado. En primera instancia se estiman todas las variables de la fórmula para luego descontar los flujos de fondos libres de la firma, encontrando un valor de la tasa del costo del capital WACC del 6,13%

Ecuación de tasa WACC o Costo del capital promedio ponderado

$$\text{Costo del capital} = \text{Costo del Capital Propio (Ke)} + \frac{(\text{Equity})}{D+E} + \text{Costo Deuda} * (1-t) * \frac{(\text{Deuda})}{D+E}$$

El WACC es el promedio del costo de los fondos propios (K_e) y del costo de la deuda (K_d) ponderado por la participación que cada uno de estos tiene en la estructura de capital de la empresa. Esta tasa refleja tanto los retornos requeridos por los accionistas como por los acreedores.

Esta metodología de valuación permite obtener una valuación en términos absolutos, sin embargo, al estimar flujos futuros, los mismos dependen de numerosos factores que son inciertos. Cambios en factores claves pueden derivar en grandes modificaciones a la hora de estimar el valor estimado de una firma, y, además, cada supuesto tiene el potencial de destruir la precisión de la estimación. En consecuencia, el modelo funciona mejor cuando se utiliza en empresas sólidas y estables, tal como Walmart.

La valuación se realizará en dólares estadounidenses, en consecuencia, tanto los flujos de fondos como la tasa de descuento se realizarán en esta moneda.

6.4 Proyección de ventas

Las ventas de Walmart crecen tanto a través de sus tiendas físicas como por el incremento de las ventas en las mismas tiendas que incluye las ventas a través de su página web y su aplicación. Para la estimación de las ventas se tomaron como referencia las proyecciones del crecimiento de las ventas por segmento.

Analizando las same store sales de los últimos doce trimestres ha habido una considerable evolución en ambos segmentos del mercado local con registros similares; mientras Walmart ha experimentado un mayor crecimiento dentro de la firma de 5,11%, el segmento de Sam's Club registro un registro promedio de 5,56% por año con registros anuales un tanto más volátiles.

Tabla 18. Evolución de Same store sales de Walmart durante los últimos cinco años (2018 – 2022).

SSS	2018	2019	2020	2021	2022
Walmart EE. UU.	2,05%	3,70%	4,83%	8,00%	7,00%
Sam's Club	2,30%	5,50%	0,46%	10,00%	9,55%
Total Ponderado	2,10%	4,06%	3,96%	8,27%	7,50%

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

Tabla 19. Evolución de Walmart para 2022 y Evolución proyectada de Walmart para los próximos cinco años (2023-2027).

Segmento		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Walmart EE. UU.	SSS	7,00%	6,35%	5,50%	5,00%	4,75%	4,25%
	Ventas por Local (En millones)	83,8	89,1	94,0	98,7	103,4	107,8
	Cantidad de Locales	4.735	4.730	4.725	4.720	4.715	4.710
	Ventas (En miles de millones)	397	422	444	466	488	508
Sam's Club	SSS	9,55%	8,30%	7,70%	7,00%	6,50%	6,00%
	Ventas por Local (En millones)	12,38	13,41	14,44	15,45	16,46	17,44
	Cantidad de Locales	600	600	600	600	600	600
	Ventas (En miles de millones)	74,3	80,4	86,6	92,7	98,7	104,7
Walmart Internacional	Ventas por Local (En millones)	19,38	21	22	22,75	23,25	23,5
	Cantidad de Locales	5.251	5.235	5.220	5.205	5.190	5.175
	Ventas (En millones)	101,8	109,9	114,8	118,4	120,7	121,6

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

En un escenario de alta inflación en Estados Unidos, una caída del salario en términos reales de los ciudadanos, un aumento del nivel de los inventarios junto con un incremento de los costos de transporte, se proyecta un paulatino descenso de las *same store sales* hasta llegar a los valores que tenía la firma antes de la pandemia.

Para estimar las ventas se han considerado tanto las expectativas provistas por la compañía para el próximo año 2023, así como también los reportes de *same store sales* publicados por Walmart. Para el

segmento local de Walmart se ha estimado un decrecimiento progresivo para el próximo lustro, alcanzando un mínimo en el año fiscal 2027 de 4,25%.

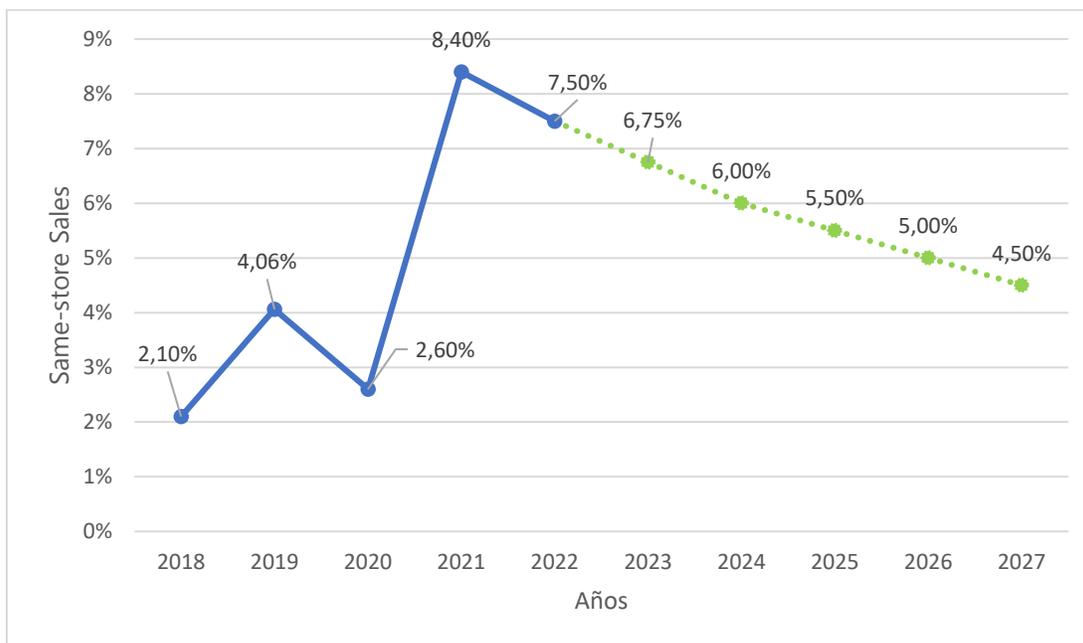
En lo referente a Sam's Club se puede afirmar que es un sector un tanto más volátil con registros considerablemente altos durante los años fiscales 2021 y 2022. Si bien se estima continuar la tendencia de su antecesor alcanzando un nivel de crecimiento en el 2027 de 6,00%

Por otro lado, para el sector internacional, se ha realizado una estimación alineada con las primeras dos evoluciones, pero de carácter un tanto más conservador entendiendo que estos países al verse también afectados por la situación macroeconómica actual es posible que tarden un poco más de tiempo para volver a generar márgenes más sólidos. Para este segmento en particular se ha estimado tasa de crecimiento anual compuesta en ventas de 2,50%.

En cuanto a la cantidad de locales se puede visualizar que el segmento de Sam's Club ha mantenido constante la cantidad de sus locales durante los últimos años por lo que se ha mantenido la tendencia. El sector de Walmart EE. UU. ha experimentado un muy pequeño pero constante porcentaje de cierre de locales, mientras que el internacional es el que ha experimentado una mayor volatilidad debido al reciente cierre de sus operaciones en Inglaterra, Japón, y Argentina. Considerando que no se proyecta realizar ninguna adquisición como tampoco se espera vender ningún negocio internacional se ha mantenido una tendencia a la baja muy pequeña.

Universidad de
San Andrés

Gráfico 51. Same-Store Sales de Walmart de los últimos cinco años (2018-2022) (línea azul) y proyección de los próximos cinco años (2023 – 2027) (línea punteada verde).



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

6.5 Proyección de márgenes

Los márgenes operativos han ido experimentando una notable evolución durante los últimos cinco años fiscales donde se alcanzó un valor de 4,5% siendo este el mayor registro del último lustro.

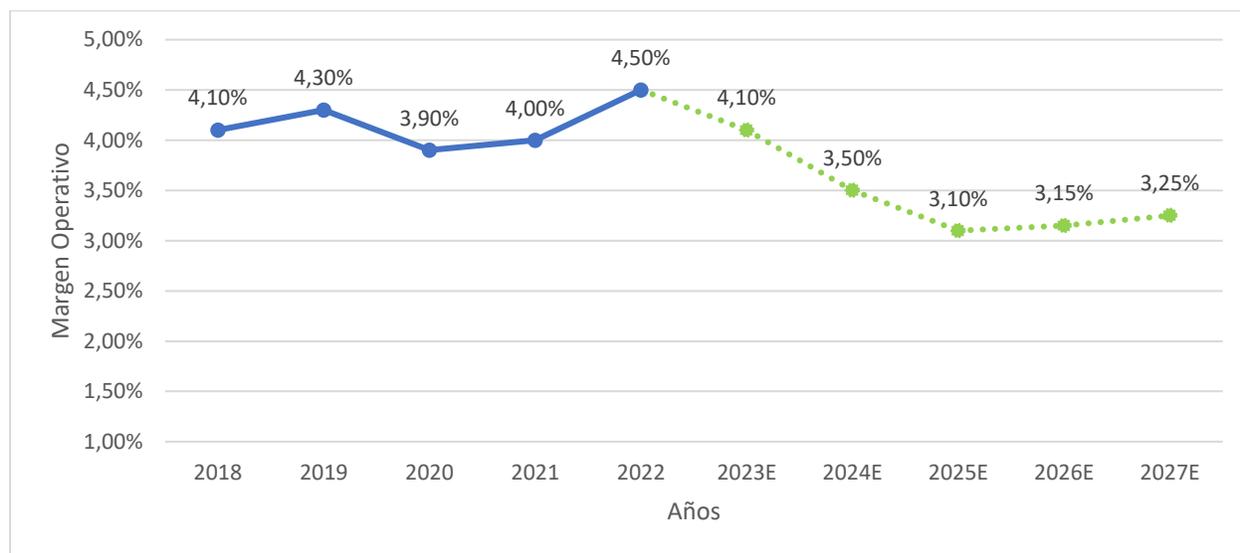
Tabla 20. Evolución proyectada de Inflación de EE. UU., Same Store Sales y Margen Operativo de Walmart para los próximos cinco años (2023-2027).

Año	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Same-store Sales	6,75%	6,00%	5,50%	5,00%	4,50%
Inflación EE. UU. (Alimentos)	7,50%	6,50%	5,50%	3,75%	2,00%
Margen Operativo	4,15%	3,75%	3,60%	3,75%	3,85%

Fuente: Elaboración propia a partir de estimaciones.

En el último reporte anual el CEO de Walmart anunció que comenzaban a vislumbrarse un aumento en los costos de los bienes y una inflación considerablemente fuerte en los alimentos que alcanzó el 11,4% anual en enero de 2022, liderado por un incremento en los precios de carne, cereales, frutas, y verduras. Adicionalmente, el costo en el tránsito de mercaderías también aumento como consecuencia del aumento de los precios de combustible, así como también una escalada en el de nivel de inventario alcanzando 20% a nivel global, y un 25% a nivel local.

Gráfico 52. Márgenes operativos de Walmart de los últimos cinco años (2018-2022) (línea azul) y proyección de los próximos cinco años (2023-2027) (línea punteada verde).



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

Para los próximos años se proyecta un progresivo decrecimiento de los *same-store sales* partiendo desde 6,75% en 2023 hasta llegar a 4,50% en 2027. A su vez, también se estima una inflación de Estados Unidos disminuyendo de manera escalonada desde un 7,50% esperado para el próximo año hasta el 2% en el 2027.

En lo referente a los márgenes operativos, se espera un descenso desde 4,50% en 2022 hasta 3,10% en 2025 producto de una inflación superior a las ventas comparables. Para el año 2025 el margen operativo se mantiene estable ya que se espera un nivel de *same-store sales* igual al de la inflación. Por último, para los últimos dos años de la proyección se espera que el nivel de ventas comparables comience a superar a la inflación norteamericana esperada de forma tal que se espera un crecimiento de los márgenes operativos para 2026 y 2027.

6.6 Depreciaciones y amortizaciones.

Las amortizaciones y depreciaciones representan por un lado la pérdida de valor de los activos o pasivos con el paso del tiempo, pero a su vez, muestran la reinversión que precisa la compañía para seguir siendo competitiva, al no ser una erogación de caja sino más bien un cargo contable, estos cargos serán incluidos a la hora de elaborar las proyecciones del flujo de fondos libre.

Tabla 21. Evolución de las amortizaciones y depreciaciones de Walmart de los últimos cinco años (2018 – 2022).

Año	Am. & Dep. (USD)	Total Activos Fijos (USD)	Am & Dep / Activos
2022	10.658	248.678	4,29%
2021	11.152	244.496	4,56%
2020	10.987	236.495	4,65%
2019	10.678	219.295	4,87%
2018	10.529	204.522	5,15%

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

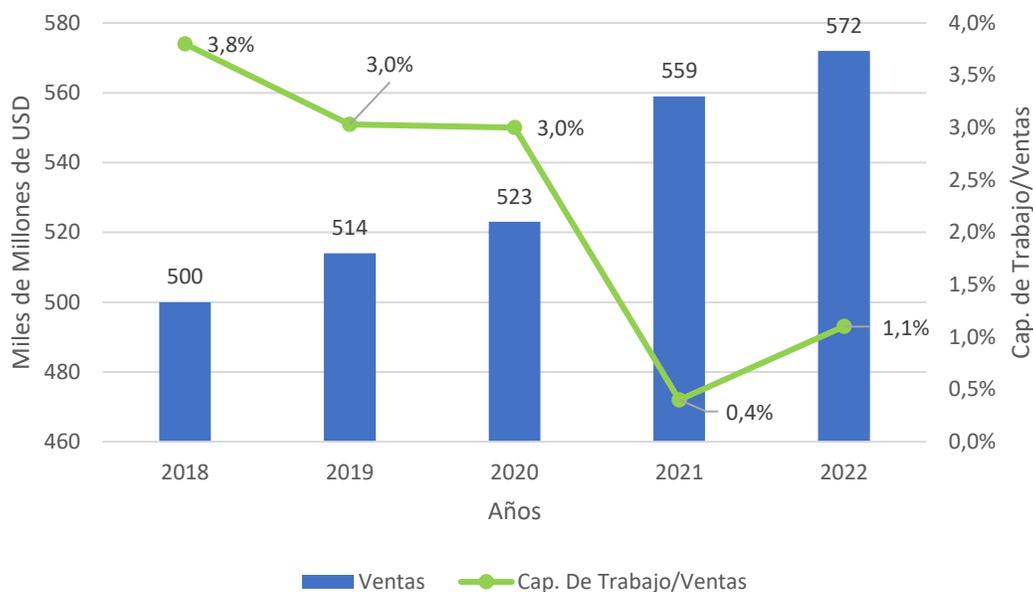
Habiendo analizado los datos históricos del último lustro, se observa una relación estable de las depreciaciones y amortizaciones respecto del activo fijo bruto (antes de depreciación acumulada) manteniendo un promedio en el orden del 4,70%. La inversión realizada en CAPEX se adicionará al activo fijo bruto para el cálculo futuro de la depreciación.

6.7 Capital de Trabajo.

El capital de trabajo se encuentra constituido por los recursos económicos disponibles para cumplir con las obligaciones actuales de la compañía en el corto plazo. Este tipo de obligaciones incluyen cuentas por pagar, así como otras deudas y gastos acumulados por salarios, impuestos, y otras erogaciones de dinero.

Más específicamente, la diferencia entre activos y pasivos circulantes forman lo que se conoce como capital de trabajo neto. En esta categoría de activos se incluyen las cuentas por cobrar y el inventario, mientras que, en cuanto al pasivo, las cuentas a pagar.

Gráfico 53. Evolución de las ventas de Walmart de los últimos cinco años (2018-2022) y variación anual del ratio capital de trabajo sobre ventas para el mismo periodo.



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

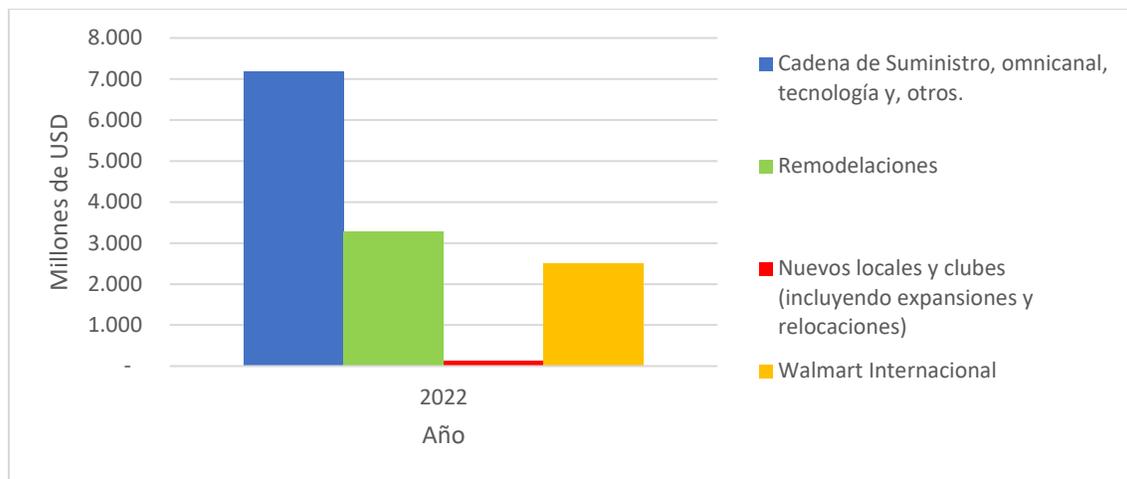
Generalmente Walmart opera con un déficit de capital de trabajo debido a operaciones de financiamiento, acceso constante a los mercados de capital y rendimientos proporcionados a los accionistas en forma de pagos de dividendos en efectivo y recompra de acciones. Analizando la proporción que representó el capital de trabajo sobre las ventas en los últimos cinco años se puede visualizar como la firma logro disminuir en gran cuantía los recursos destinados a este capital generando mayores niveles de venta. Recientemente la gerencia de la compañía ha indicado que este ratio ha sido considerablemente alto en los últimos años pero que cree se mantendrá en los valores del último año de cara al futuro. En consecuencia, para la elaboración de este trabajo se ha tomado el promedio de los últimos tres años estableciendo una proyección del 1,5% sobre las ventas.

La variación del capital de trabajo neto se calcula como la diferencia interanual en millones de dólares. Las variaciones positivas o aumentos en el capital de trabajo neto tendrán un impacto negativo y se restarán; las variaciones negativas o disminuciones tendrán un efecto positivo y deberán adicionarse.

6.8 Inversiones en bienes de capital (CAPEX).

El CAPEX o inversiones de capital, es la inversión que una compañía realiza para la adquisición o mantenimiento de bienes físicos con el fin de invertir en el crecimiento de la compañía. Una eficiente administración de las inversiones de capital puede ser la base para un sólido crecimiento de las ventas de la firma.

Gráfico 54. Segregación de las inversiones en bienes de capital de Walmart para el año fiscal 2022.



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

En lo que refiere a Walmart tanto en el último año fiscal en particular como en el último lustro en general puede visualizarse que la inversión en mejorar su cadena de suministro, omnicanalidad, tecnología, y otros, es su inversión más fuerte acaparando más de la mitad de los gastos de CAPEX. Mientras que las categorías de remodelaciones y el segmento internacional se han mantenido relativamente estables a lo largo del tiempo, se puede apreciar el marcado descenso que ha experimentado la inversión en nuevos locales y clubes.

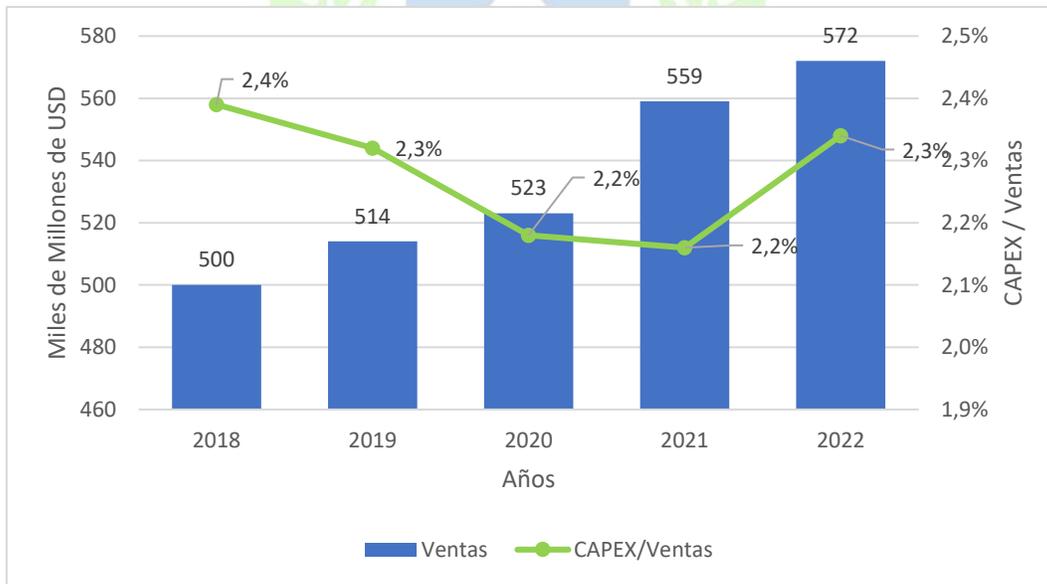
Tabla 22. Evolución del CAPEX de los últimos cinco años (2018-2022) de Walmart.

Categorías	2018	2019	2020	2021	2022
Cadena de Suministro, omnicanalidad, tecnología y, otros.	4.521	5.218	5.643	5.681	7.197
Remodelaciones	2.009	2.152	2.184	2.013	3.278
Nuevos locales y clubes (incluyendo expansiones y relocalaciones)	914	313	77	134	134
Walmart Internacional	2.607	2.661	2.801	2.436	2.497
Total	10.051	10.344	10.705	10.264	13.106

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

Para proyectar el CAPEX de la compañía se ha analizado su relación con las ventas durante la última década en donde puede visualizarse que el ratio Capex / ventas se ha mantenido considerablemente estable durante los últimos diez años.

Gráfico 55. Evolución de las ventas de Walmart de los últimos cinco años (2018 – 2022) y variación anual del ratio inversiones en bienes de capital sobre ventas para el mismo periodo.



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

Para el año fiscal 2023 la gerencia indico que espera mantener sus inversiones en capital especialmente en su negocio de comercio electrónico, así como también en la cadena de suministros. A efectos de este trabajo se proyecta un CAPEX sobre ventas utilizando el valor considerando un valor promedio de los últimos cinco años de 2,28% para los próximos años.

6.7 Tasa Impositiva.

La tasa impositiva efectiva del año 2022 fue de 25,4% por encima de las tasas 24,4% y 33,3% pertenecientes a 2020 y 2021 respectivamente. El descenso de la tasa efectiva impositiva para el año fiscal 2022 en comparación con el año fiscal 2021, así como el incremento en la tasa impositiva efectiva para el año 2021 en comparación al año fiscal 2020, se debe principalmente a la pérdida por \$8,3 millones de dólares producto de la venta de ciertas operaciones internacionales, las cuales aportaron un beneficio impositivo mínimo realizable. Esta tasa puede fluctuar de acuerdo con numerosos factores, incluyendo cambios en evaluación de ciertas contingencias fiscales, cambios en las leyes impositivas, resultados de auditorías administrativas, así como también, el tamaño de las ganancias en las operaciones tanto en Estados Unidos como internacionales.

Considerando que el año fiscal 2021 presentó una tasa impositiva efectiva excepcional, se toma entonces un punto medio entre las tasas pertenecientes a los años fiscales 2020 y 2022, lo que da como resultado una alícuota impositiva efectiva de 24,9%, esta tasa se encuentra alineada con las expectativas de la firma para el año fiscal 2023.

6.8 Tasa de descuento

Para arribar al valor presente será necesario descontar el FCFF utilizando una tasa que refleje los riesgos, el valor tiempo del dinero, y el costo de oportunidad. La misma representa el costo de financiamiento promedio para la compañía considerando la estructura del capital.

Esta tasa de financiamiento representa el costo del financiamiento considerando a todos los inversores; se recuerda que los acreedores que prestan fondos a la firma son retribuidos a través de la devolución del capital y el pago de intereses, mientras que los accionistas reciben los dividendos, así como los potenciales beneficios que puedan obtener por la variación en el precio del capital accionario.

6.9 Costo del capital propio (Ke)

Para calcular el retorno esperado por los accionistas se suele utilizar el *Capital Asset Pricing Model* o CAPM, un modelo de valuación de activos financieros que permite estimar la rentabilidad esperada de un activo en función del riesgo sistemático. El costo del capital propio es igual al retorno de un activo libre de riesgo más un coeficiente beta que representa el riesgo sistemático de la firma multiplicado por una prima de mercado.

Ecuación del costo del capital propio

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

6.10 Tasa libre de riesgo

La tasa de libre de riesgo es la base a partir de la cual se construye el capital propio y el costo del capital. Para que una tasa pueda ser considerada libre de riesgo deben cumplirse dos condiciones, no debe existir riesgo de default, ni tampoco riesgo de reinversión.

A efectos de la realización de este trabajo se ha tomado como tasa libre de riesgo el valor del bono de la Reserva Federal de los Estados Unidos a diez años a la fecha de cierre de ejercicio, el 31 de enero de 2022. Ese mismo día la tasa tuvo un precio base cierre de 1,78%.

6.11 Beta o Riesgo sistemático

El beta es el coeficiente que representa el riesgo sistemático del capital accionario, es decir aquel riesgo que no puede eliminarse mediante la diversificación de un portafolio. El mismo captura la sensibilidad de un activo en relación con movimientos del mercado.

Tal como se ha mencionado anteriormente, Walmart cotiza en el mercado americano lo que permite obtener toda la información histórica necesaria del mercado bursátil. Para la estimación es necesario definir un índice de referencia representativo del mercado para medir la volatilidad de Walmart

respecto a éste; en consecuencia, se ha seleccionado el índice S&P 500 que contempla las 500 empresas más importantes de la economía estadounidense.

Para el cálculo del Beta se han tomado los datos mensuales de los últimos 3, 5, y 7 años de las cotizaciones de la acción de Walmart y el índice S&P 500, luego se han calculado los retornos de estos, y se ha obtenido el cociente entre ambos para arribar al coeficiente beta de Walmart mediante el método de regresión lineal simple:

$$r_{L\&S} = \alpha + \beta_{L\&S} \times r_U$$

RL&S: rendimiento del capital accionario de Walmart

α : intercepto,

$\beta_{L\&S}$: coeficiente beta de Walmart,

r_U : rendimiento del índice S&P500

Una vez obtenidos todos los rendimientos se han realizado las regresiones lineales simples de los datos de los retornos de Walmart comparados contra los datos de los retornos del índice S&P500 para calcular los betas. El beta de la acción de Walmart con los datos de tres años presenta un coeficiente de 0,59, el de cinco años es de 0,42, mientras que el beta de los últimos siete años alcanza un valor de 0,43.

Luego de haber calculado los Betas de tres, cinco, y siete años para Walmart, se ha realizado el mismo procedimiento para sus competidores: Target, Kroger, Costco, Dollar Tree, Dollar General Corporation para poder determinar cuál de los tres betas obtenidos se asemejaba más al de la industria.

A continuación, se calculó un beta desapalancado para cada una de ellas, esto supone, calcular un beta correspondiente con una estructura de capital sin deuda, sólo capital accionario. Posteriormente se promediaron los betas desapalancados y luego se apalancó ese beta desapalancado promedio teniendo en cuenta la estructura de capital de Walmart.

Tabla 23. Obtención del beta apalancado de Walmart al 2022 a través de Betas comparables de los competidores.

	Target	Kroger	Costco	Dollar Tree	Dollar General Corp
Beta apalancado (2020-2022)	0,64	0,67	0,59	0,86	0,89
D/E	0,58	0,64	0,33	0,37	0,93
Tasa efectiva impositiva	0,24	0,27	0,24	0,27	0,26
Beta desapalancado	0,44	0,46	0,47	0,68	0,53
Beta desapalancado promedio					0,52
D/E Walmart					0,10
Tasa efectiva impositiva					0,24
Beta apalancado Walmart					0,55

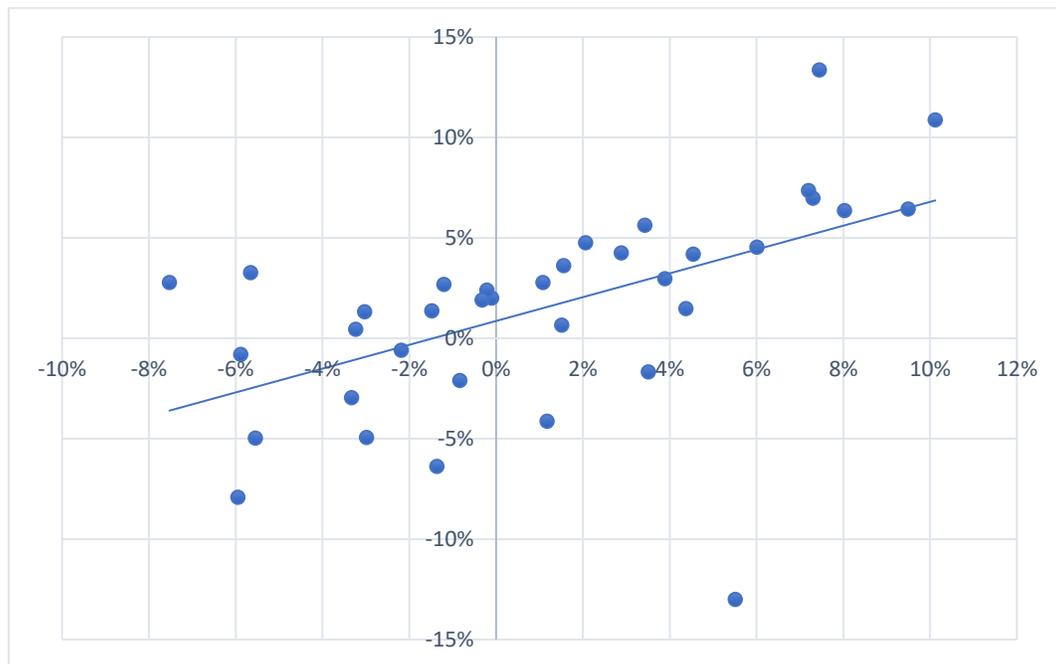
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Costco Wholesale Corporation, Dollar Tree, Dollar General Corporation, y Kroger.

El beta obtenido a través del cálculo previamente descrito es de 0,55 por lo que se puede ver que guarda relación con el beta obtenido a través de la regresión lineal simple de tres años.

Considerando los betas desapalancados de las empresas comparables se decide utilizar a los efectos de este trabajo el Beta calculado con los datos de los últimos tres años cuyo valor es de 0,59 puesto que se considera el Beta que refleja de manera fiel el comportamiento de la acción de Walmart en comparación con la evolución del mercado. Adicionalmente, se añade en el anexo los gráficos de las regresiones simples de los betas de cinco y siete años.

A continuación, se presentan todos los datos de la regresión de tres años:

Gráfico 56. Variación de los retornos de la acción Walmart y del S&P 500 de los últimos 3 años (2020 - 2022) y su pendiente.



$Y = 0,5931x + 0,0086; R^2 = 0,2915$

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de Yahoo Finance.

Tabla 24. Resultados de la regresión lineal.

Estadísticas de regresión	
Múltiplo R	0,539946112
R cuadrado	0,291541804
R cuadrado ajustado	0,270704798
Error estándar	0,044230709
Observaciones	36

Análisis de varianza					
	Grados de libertad	Suma cuadrados	Promedio cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,027372429	0,027372429	13,99154021	0,000676591
Residual	34	0,066516092	0,001956356		
Total	35	0,093888521			

	Coefficientes	Error estándar	Estadística t	Valor de probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,0086232	0,007583616	1,137082897	0,26345416	-0,006788562	0,024034962
X Variable 1	0,593120275	0,158565977	3,740526729	0,000676591	0,270875439	0,915365111

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de Yahoo Finance.

De acuerdo con los registros calculados para Walmart y el índice S&P 500, se puede afirmar que una variación del mercado en general provoca una variación menor en este activo en particular, lo que indica que la acción es menos sensible que el índice de referencia. Esto se encuentra alineado con el carácter de empresa sólida y estable que se ha desarrollado en el presente escrito, con una demanda inelástica de sus productos debido a su oferta de productos de primera necesidad en una gran proporción, siendo la empresa líder y de mayor tamaño del mercado minorista.

En suma, Walmart posee un ratio deuda / patrimonio neto de 43% en un momento donde el promedio del sector se encuentra en el 95%, siendo Walmart una compañía considerablemente menos riesgosa que el resto de la industria si se analiza el apalancamiento financiero.

Los datos previamente expuestos se condicen con el Beta de 0,59 resultante.

6.12 Prima de riesgo de mercado.

La prima de mercado se calcula como la diferencia entre el retorno esperado de un portafolio representativo del mercado y la tasa libre de riesgo. Para el cálculo de ésta se han calculado los retornos históricos del mercado para luego sustraerles la tasa libre de riesgo.

La correcta estimación de prima de riesgo del mercado a partir de datos históricos es un tema de debate entre analistas y especialistas financieros. El resultado obtenido dependerá del periodo analizado, la tasa libre de riesgo utilizada, así como también, si se toman promedios aritméticos o geométricos.

Para la realización de este análisis se ha considerado el promedio desde 1929 hasta enero de 2022, y se ha obtenido un retorno anual histórico promedio de 9,90%. Al restarle la TIR de las letras del tesoro de Estados Unidos a 10 años con fecha al 31 de enero de 2022 que hace las veces de tasa libre de riesgo, la prima de mercado alcanza el valor de 8,12%.

Tabla 25. Obtención de la prima de riesgo de mercado a 2022.

Prima de Riesgo de Mercado	
Retorno del S&P 500 (1929-2022)	9,90%
Tasa libre de Riesgo (31/01/2022)	1,78%
Prima de riesgo de mercado	8,12%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos y Yahoo Finance.

6.13 Costo de la deuda (Kd).

Con el objetivo de calcular la tasa WACC de Walmart debemos obtener el costo de la deuda (Kd) de Walmart, el mismo debe reflejar las expectativas requeridas por los inversores en deuda a largo plazo de la compañía. Los inversores requerirán una tasa mayor que la tasa libre de riesgo, su retorno esperado debe estar alineado con los rendimientos esperados en instrumentos con riesgos y vencimientos similares. No obstante, el rendimiento esperado por los inversores será menor que aquel requerido por los accionistas debido a que estos últimos asumen un mayor nivel de riesgo.

Tabla 26. Deuda financiera de Walmart.

Emisor	Moneda	ISIN	Vencimiento	Tasa Cupón	Yield to Maturity	Volumen (en millones)
Walmart Inc.	USD	US931142AU74	10/15/2023	6,75%	6,21%	250
Walmart Inc.	USD	US931142DP52	4/22/2024	4,64%	3,30%	1.500
Walmart Inc.	USD	US931142CH46	4/5/2027	5,88%	3,92%	750
Walmart Inc.	USD	US931142BF98	2/15/2030	7,55%	4,16%	1.000
Walmart Inc.	USD	US931142ET65	9/22/2031	1,80%	2,20%	2.000
Walmart Inc.	USD	US931142CB75	9/1/2035	5,25%	4,19%	2.500
Walmart Inc.	USD	US931142CK74	8/15/2037	6,50%	4,32%	2.250
Walmart Inc.	USD	US931142CM31	4/15/2038	6,20%	4,40%	1.500

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Market Business Insider.

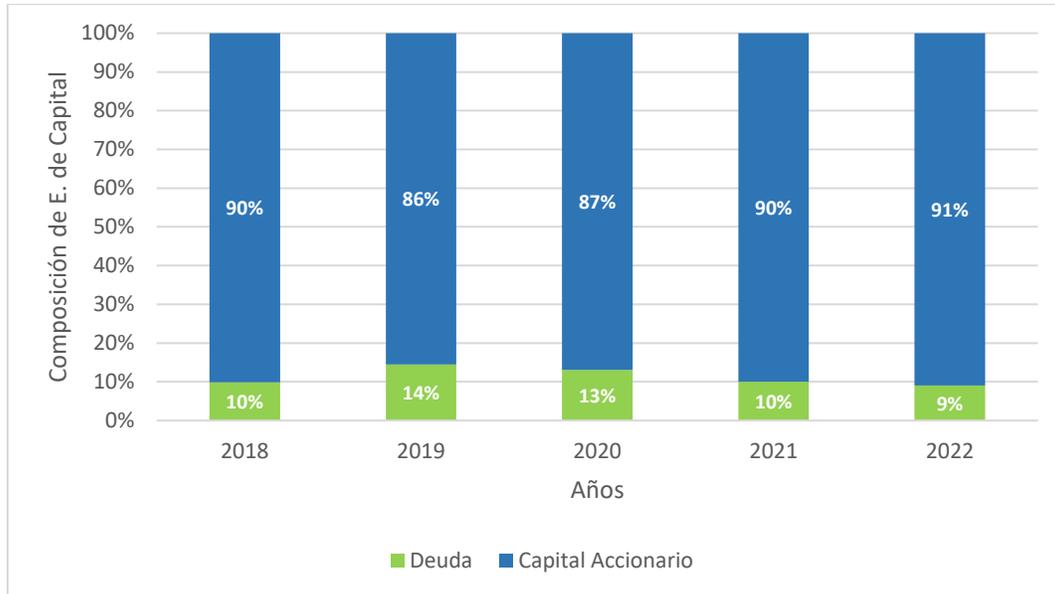
Para estimar el costo de endeudamiento de Walmart a largo plazo se utilizará una emisión de deuda en dólares con un vencimiento a diez años. A los efectos de este trabajo se ha considerado el retorno al vencimiento de uno de los últimos bonos de largo plazo cuyo ISIN es US931142ET65.

El bono seleccionado ha sido emitido el 8 de septiembre de 2021 y con una madurez de diez años, su fecha de vencimiento es el 8 de septiembre de 2031. Este bono, que ofrece un cupón de pago semestral, tiene al 31 de enero de 2022, fecha de cierre de ejercicio anual de Walmart, una tasa interna de retorno del 2,20%, que es considerado un valor razonable que se condice con la solidez, estabilidad, así como también, el ciclo de vida en el que se encuentra la compañía.

Por último, se aclara que se ha tomado este bono en particular en donde se asume que la empresa mantendrá su estructura de capital en el tiempo como una decisión de administración, esto se asume luego de haber analizado la evolución de la estructura de capital de la empresa a lo largo de los últimos cinco

años fiscales en donde se puede ver que la porción de la deuda oscila entre 9,01% y 14,43%, mientras que la porción del capital accionario se encuentra entre 85,57% y 90,99%.

Gráfico 57. Evolución de estructura de capital de Walmart de los últimos cinco años (2018-2022).



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

6.14 Valor terminal.

Para establecer el valor terminal de la compañía se va a inferir los flujos de caja más allá de los cinco años que se han proyectado originalmente utilizando algunas variables para afectarlas al último flujo de fondos libre obtenido en el año 2027. La tasa de descuento utilizada será la tasa del costo de capital WACC calculada previamente de 6,13%.

Tabla 27. Resumen de la información calculada de Walmart para el año fiscal 2022.

WACC	6,13%
Deuda Financiera/Valor Empresa	9,01%
Equity/Valor Empresa	90,99%
Deuda Financiera (en millones de USD)	37.667
Equity (en millones de USD)	380.303
Valor empresa (en millones de USD)	417.970
Costo de Deuda Financiera	2,20%
Costo de Equity	6,57%
Alícuota Impositiva efectiva	24,90%
Beta	0,59
Prima de Riesgo	8,12%
Tasa libre de riesgo	1,78%
Retorno de mercado	9,90%

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

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

Tabla 28. Supuestos asumidos en la valuación por flujos de fondos descontados de Walmart para los próximos cinco años (2023 – 2027).

Variables	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	6,75%	6,00%	5,50%	5,00%	4,50%
EBIT (% de las ventas)	4,10%	3,50%	3,00%	3,10%	3,20%
Capital de trabajo (% de las ventas)	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%
D&A (% del activo fijo)	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%
CAPEX (% de las ventas)	2,28%	2,28%	2,28%	2,28%	2,28%

Fuente: Elaboración propia a partir de mis expectativas de la compañía.

Luego de los cinco años para los cuales proyectamos el flujo de fondos libres de la firma se debe incluir el valor terminal de la compañía. Este busca establecer el valor de la firma más allá del período

proyectado, el mismo supone que el negocio crecerá a una determinada tasa de crecimiento establecida a perpetuidad. A modo de seleccionar una precisa tasa de crecimiento, se toma la tasa de crecimiento de Estados Unidos debido a que se supone que la mayor cantidad de ventas de Walmart son realizadas en dicho país. En lo referente al crecimiento de la compañía a largo plazo, contemplando que Walmart es una compañía sólida y madura, con un crecimiento considerablemente estable durante la última década, se considera un crecimiento a perpetuidad por encima de la inflación media objetivo por parte de la Reserva Federal para los Estados Unidos para 2027 de 2,0%, más el crecimiento vegetativo promedio de la población de Estados Unidos que se ubica en el orden de los 0,75%. Por lo cual se utilizará una tasa de crecimiento para el valor terminal de **2,75%**. Con estos números se alcanza un valor terminal de **486.615 millones de USD para el escenario base.**

6.14 Valuación

Luego de haber expuesto todos los supuestos utilizados se alcanza el valor de la firma, a continuación, se descuenta el monto de la deuda, se suma la caja y se alcanza el valor accionario de la compañía. Considerando los supuestos del escenario base la empresa posee un valor de 425.268 millones de dólares para el escenario base lo que implica, luego de adicionar las cajas y equivalentes y restar la deuda financiera, un valor por de **USD 143,44** por acción.

Universidad de
San Andrés

Tabla 29. Cálculo de la valuación de Walmart por flujos descontados para el escenario base.

Año Proyectado	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	\$ 572.750	\$ 611.411	\$ 648.095	\$ 683.741	\$ 717.928	\$ 750.234
EBIT	\$ 25.944	\$ 25.068	\$ 22.683	\$ 21.196	\$ 22.615	\$ 24.383
Alícuota Efectiva Impositiva	-\$ 6.589	-\$ 6.242	-\$ 5.648	-\$ 5.278	-\$ 5.631	-\$ 6.071
EBIT (1-t)	\$ 19.355	\$ 18.826	\$ 17.035	\$ 15.918	\$ 16.984	\$ 18.311
Amortizaciones y Depreciaciones	\$ 10.658	\$ 12.320	\$ 12.993	\$ 13.689	\$ 14.407	\$ 15.146
Capital de Trabajo	\$ 6.302	\$ 6.726	\$ 7.129	\$ 7.521	\$ 7.897	\$ 8.253
Δ Capital de Trabajo	\$ 3.730	\$ 424	\$ 404	\$ 392	\$ 376	\$ 355
CAPEX	\$ 13.110	\$ 13.940	\$ 14.777	\$ 15.589	\$ 16.369	\$ 17.105
FCFF	\$ 13.173	\$ 16.782	\$ 14.848	\$ 13.626	\$ 14.646	\$ 15.996
Valor Terminal						\$ 486.615
FFCC Total disponibles		\$ 16.782	\$ 14.848	\$ 13.626	\$ 14.646	\$ 502.611
Valor Presente del FCFF al 30/01/2022		\$ 15.813	\$ 13.183	\$ 11.399	\$ 11.545	\$ 373.327
Total						\$ 425.268

Fuente: Elaboración propia a partir de mis expectativas de la compañía.

Tabla 30. Valores fundamentales para el cálculo de la valuación por flujos descontados.

Valor de la Firma	\$ 425.268
Deuda Financiera	-\$ 37.667
Caja y Equivalentes	\$ 14.760
Valor Accionario	\$ 402.361
Acciones en circulación (en millones)	2.805
Precio por Acción	\$ 143,44
Precio de la acción al 30/01/2022	\$ 136,23

Fuente: Elaboración propia a partir de mis expectativas de la compañía.

De esta manera si se considera que el valor de Walmart al 31 de enero de 2022 era de USD 136,23 según este análisis el precio de la acción en el mercado estaría correctamente valuado y las proyecciones de asumidas en este escrito estarían alineadas con las esperadas por el mercado.

6.15 Análisis de sensibilidad

Las proyecciones realizadas se encuentran basadas en la evolución futura de distintas variables claves. La determinación de su evolución se ha realizado se han hecho en base a la información disponible y al mejor saber y entender al momento de realizar la valuación, pero, indudablemente, el escenario base planteado puede diferir de lo que finalmente suceda.

En consecuencia, se considera apropiado realizar un análisis de sensibilidad en donde se plantean dos escenarios adicionales al original, uno optimista y otro pesimista. De esta forma podrá visualizarse cómo impactan ciertos cambios en variables claves a la hora de realizar la valuación. La tabla que se encuentra a continuación muestra los resultados del análisis de sensibilidad, en el mismo se puede observar una variación del valor del capital accionario que oscila entre 202.234 y 648.302 millones de USD.

En el escenario optimista la empresa alcanza un valor de 648.302 millones de USD lo que restando la deuda financiera y adicionando la caja representa un valor por acción de \$222,96. En lo que refiere al escenario pesimista la empresa alcanza un valor de \$202.234 millones de USD, si se realizan los mismos cálculos que en el caso anterior, se obtiene un precio por acción de \$63,93. Para más detalle se pueden visualizar las proyecciones de los distintos escenarios en la sección Anexos.

Tabla 31. Análisis de Sensibilidad.

	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Valor de la empresa en millones de USD	\$ 202.234	\$ 425.268	\$ 648.302
Caja y equivalentes al 30/01/2022	\$ 14.760	\$ 14.760	\$ 14.760
Deuda financiera al 30/01/2022	\$ 37.667	\$ 37.667	\$ 37.667
Valor del capital propio de Walmart al 30/01/2022	\$ 179.327	\$ 402.361	\$ 625.395
Cantidad de acciones en circulación	2.805	2.805	2.805
Precio de la acción según la valuación	\$ 63,93	\$ 143,44	\$ 222,96
Precio de la acción al 30/01/2022	\$ 136,23		

Fuente: Elaboración propia a partir de mis expectativas de la compañía.

6.16 Valuación por múltiplos

Para la valuación a partir de esta metodología se obtienen los valores en el mercado accionario entre una serie de empresas comparables que cotizan en la bolsa, se estandarizan a partir de la construcción de múltiplos, y se realiza una valuación relativa entre estas compañías. Se han seleccionado a fin de realizar una valuación por múltiplos confiable empresas norteamericanas, que pertenecen a la misma industria y que cuentan con características parecidas términos de riesgo y retorno.

Para la valuación se toma el múltiplo Valor empresa/EBITDA, con este múltiplo no se necesita considerar la estructura de capital de la firma, ya que se asume que todos los activos generan el EBITDA. Las empresas seleccionadas para la valuación por múltiplos son: Target, Kroger, Costco, Dollar General Inc. y Dollar Tree, todas empresas dedicadas de lleno a la industria minorista y la venta de comestibles y mercadería general. Considerando que Walmart es líder en la industria minorista y tomando también los múltiplos de empresas con variables en similares valores se selecciona un rango de múltiplo que se considera adecuado. Consecuentemente se realiza un análisis de sensibilidad contemplando el valor del capital accionario y el precio de la acción, sensibilizando también el valor del EBITDA proyectado así como también tomando los diferentes valores del rango del múltiplo. Luego se sustrae la deuda, se adiciona la caja, y se divide por la cantidad de acciones en circulación obteniendo un valor para la acción que oscila entre los USD 135,36 y los USD 161,46.

Considerando que el precio de la acción al 30 de enero 2022 es de USD 136,23 se considera que por el método de valuación relativa también se encuentra justamente valuado, no obstante, las expectativas del mercado están acordes a las utilizadas en este trabajo.

Consecuentemente al realizar un análisis de sensibilidad en términos de valuación relativa, el escenario pesimista presume un valor de la acción de USD 118,75, mientras que para el caso optimista, la acción debería cotizar USD 179,50,

Tabla 32. Evaluación de Walmart Inc. y sus empresas comparables para el año fiscal 2022.

Empresas	EV/EBITDA	Crecimiento SSS	CAGR de ventas 5 años	Margen Operativo
Costco	15,1x	10,50%	10,30%	13,98%
Target	11,8x	9,50%	7,20%	8,60%
Kroger	7,8x	2,10%	2,10%	2,80%
Dollar General Corp	10,04x	10,30%	10,00%	7,40%
Dollar Tree	10,00x	8,40%	8,20%	7,10%
Promedio Simple	10,9x	8,16%	7,56%	7,98%
Mediana	10,04x	9,50%	8,20%	7,40%
Walmart	10x-14x	7,70%	3,44%	4,50%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del 10K de Walmart Inc., Target, Costco Wholesale Corporation, Dollar Tree, Dollar General Corporation, y Kroger.

Tabla 33. Precios de acción obtenidos en base a EV/EBITDA de Walmart para el año fiscal 2022.

EBITDA	10x	11x	12x	13x	14x
35.600	\$ 118,75	\$ 131,44	\$ 144,13	\$ 156,82	\$ 169,52
36.100	\$ 120,53	\$ 133,40	\$ 146,27	\$ 159,14	\$ 172,01
36.600	\$ 122,31	\$ 135,36	\$ 148,41	\$ 161,46	\$ 174,51
37.100	\$ 124,10	\$ 137,32	\$ 150,55	\$ 163,78	\$ 177,00
37.600	\$ 125,88	\$ 139,28	\$ 152,69	\$ 166,09	\$ 179,50

Fuente: Elaboración propia a partir de mis expectativas de la compañía.

7. Bibliografía

7.1 Bibliografía Académica.

Brealey, R. A., Myers, S. & Allen, F (2011). Principles of Corporate Finance). Decima edición: Mc Graw-Hill/Irvin

Damodaran, A. (2015). Applied Corporate Finance. Cuarta Edición: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (Diciembre 2008). What is the risk-free rate? A search for the Basic Building Block. Stern School of Business, New York University. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Fernandez, P. (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press.

7.2 Reportes y papers.

Costco (2023). [Corporate Profile – Costco Wholesale Corporation](#)

Deloitte (2022). Informe: Global Powers of Retailing 2022.

Fondo Monetario Internacional (2023). [World Economic Outlook](#)

Kroger (2023). [Corporate Profile – The Kroger Co.](#)

Macrotrends (2023). [Walmart Revenue 2010-2022.](#)

Macrotrends (2023). [Walmart Operating Income 2010-2022.](#)

Macrotrends (2023). [Walmart Gross Profit 2010-2022.](#)

Macrotrends (2023). [Walmart Financial Statements 2010-2022.](#)

Macrotrends (2023). [Walmart Margins 2010-2022.](#)

New York Fed (2023). <https://www.newyorkfed.org/microeconomics/topics/inflation>

Seeking Alpha (2023). [Walmart Inc. \(WMT\) Earnings Transcripts.](#)

Statista (2023). [Walmart – Statistics & Facts](#)

Statista (2023). [World: Retail Sales 2020-2025](#)

Statista (2023). [Global Retail E-Commerce Sales 2014-2026](#).

Statista (2023). [Sales Growth of Walmart 2006-2022](#).

Statista (2023). [Walmart – Number of stores in the US 2012-2022](#).

Statista (2023). [Walmart – Net Sales Worldwide \(FY2006-2022\)](#).

Target (2023). <https://corporate.target.com/about>

Trading View (2023). <https://www.tradingview.com/>

Walmart Inc. (2023). SEC Filings – Investor Relations. <https://stock.walmart.com/financials/sec-filings/>

7.3 Artículos y web.

Walmart Inc. (2023). Our business. [Our Business \(walmart.com\)](#)

Walmart Inc. (2023). ESG issues ([walmart.com](#))

Walmart Inc. Museum (2023). [The Walmart Museum](#)

Walton Family Foundation (2023). [About Us \(waltonfamilyfoundation.org\)](#)

Your Story (2018). Walmart's failed acquisitions in Asia & Europe can guide play in India. <https://yourstory.com/2018/05/walmarts-failed-acquisitions-asia-europe-can-guide-play-india-flipkart>

8. Anexos

Tabla 34. Distribución de tiendas de Walmart E.E.U.U. y Sam's Club por Estado para el año fiscal 2022.

Estado o Territorio	Walmart U.S.			Sam's Club	Total
	Supercenters	Tiendas de descuento	Mercados de barrio	Clubs	
Alabama	101	1	29	13	144
Alaska	7	2	-	-	9
Arizona	83	2	28	12	125
Arkansas	76	5	37	9	127
California	144	68	79	30	321
Colorado	70	4	18	17	109
Connecticut	12	21	1	1	35
Delaware	6	3	-	1	10
Florida	233	9	98	46	386
Georgia	154	2	35	24	215
Hawaii	-	10	-	2	12
Idaho	23	-	3	1	27
Illinois	139	15	11	25	190
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	17	3	11	61
Massachusetts	27	21	4	-	52
Michigan	90	3	9	23	125
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	35	27	1	8	71
New Mexico	35	2	9	7	53
New York	81	17	10	12	120
North Carolina	143	6	45	22	216
North Dakota	14	-	-	3	17

Ohio	139	6	2	27	174
Oklahoma	81	7	35	13	136
Oregon	29	7	10	-	46
Pennsylvania	116	20	3	24	163
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	19	14	151
Texas	391	18	110	82	601
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
US Total	3.573	370	799	600	5.342
Pies Cuadrados (Miles)	634.754	38.947	29.295	80.351	783.347

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

Tabla 35. Distribución de tiendas de Walmart Internacional y sus pies cuadrados.

Zona Geográfica	Locales minoristas	Locales mayoristas	Total	Pies cuadrados
Africa	324	90	414	22.863
Canadá	408	-	408	52.976
Centro América	864	-	864	13.767
Chile	373	11	384	17.152
China	361	36	397	64.530
India	-	29	29	1.570
Mexico	166	2.755	2.921	104.267

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

Gráfico 58. Variación de los retornos de la acción Walmart y del S&P 500 de los últimos 5 años y su pendiente.



$$Y = 0,4219x + 0,007; R^2 = 0,2282$$

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de Yahoo Finance.

Tabla 36. Resultados de la regresión lineal.

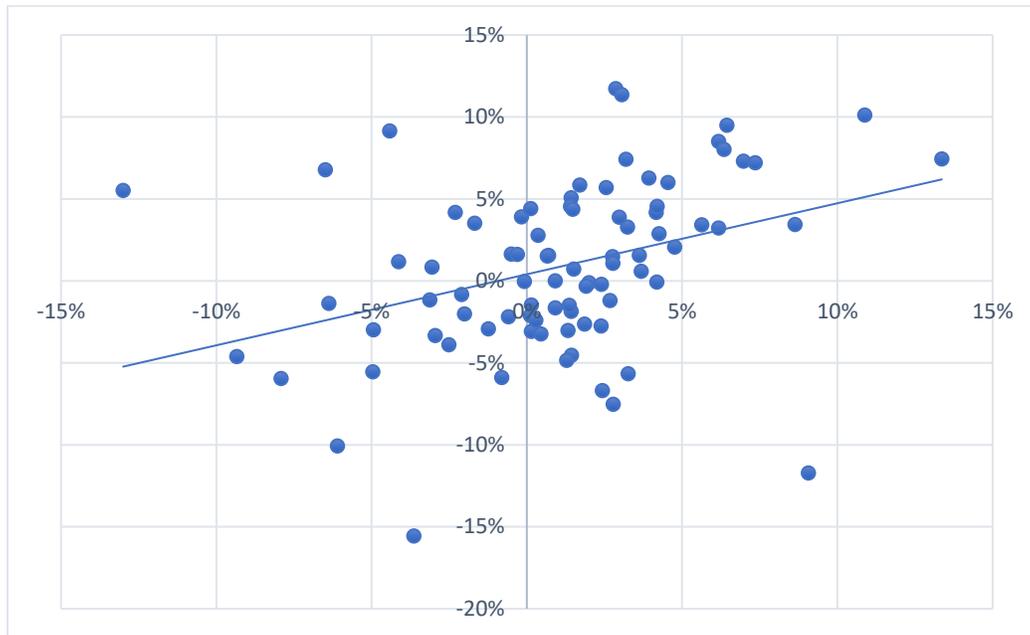
Estadísticas de regresión	
Múltiplo R	0,477663771
R cuadrado	0,228162678
R cuadrado ajustado	0,214855138
Error estándar	0,041087622
Obersevaciones	60

Análisis de varianza					
	Grados de libertad	Suma cuadrados	Promedio cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,028944685	0,028944685	17,14536849	0,000113677
Residual	58	0,097915173	0,001688193		
Total	59	0,126859858			

	Coefficientes	Error estándar	Estadística t	Valor de probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Incertepción	0,006976397	0,005489442	1,270875567	0,20884664	-0,004011914	0,017964709
X Variable 1	0,421853929	0,101879941	4,140696619	0,000113677	0,217919069	0,625788789

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de Yahoo Finance.

Gráfico 59. Variación de los retornos de la acción Walmart y del S&P 500 de los últimos 7 años (2015 – 2022) y su pendiente.



$$Y = 0,4333x + 0,0041; R^2 = 0,13$$

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de Yahoo Finance.

Tabla 37. Resultados de la regresión lineal.

Estadísticas de regresión	
Múltiplo R	0,360493388
R cuadrado	0,129955483
R cuadrado ajustado	0,119345184
Error estándar	0,048518628
Observaciones	84

Análisis de varianza					
	Grados de libertad	Suma cuadrados	Promedio cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,028832613	0,028832613	12,24805096	0,000755818
Residual	82	0,193032695	0,002354057		
Total	83	0,221865309			

	Coeficientes	Error estándar	Estadística t	Valor de probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,004052218	0,005472291	0,740497471	0,461113293	-0,006833912	0,014938347
X Variable 1	0,433342787	0,123822076	3,499721554	0,000755818	0,187021234	0,67966434

Tabla 38. Análisis de sensibilidad: Escenario pesimista de Walmart.

Año Proyectado	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ventas	\$ 572.750	\$ 611.411	\$ 648.095	\$ 683.741	\$ 717.928	\$ 750.234
EBIT	\$ 25.944	\$ 15.897	\$ 12.962	\$ 10.940	\$ 11.846	\$ 13.129
Alicuota Efectiva Impositiva	-\$ 6.589	-\$ 3.958	-\$ 3.228	-\$ 2.724	-\$ 2.950	-\$ 3.269
EBIT (1-t)	\$ 19.355	\$ 11.938	\$ 9.734	\$ 8.216	\$ 8.896	\$ 9.860
Amortizaciones y Depreciaciones	\$ 10.658	\$ 12.320	\$ 12.993	\$ 13.689	\$ 14.407	\$ 15.146
Capital de Trabajo	\$ 6.302	\$ 6.726	\$ 7.129	\$ 7.521	\$ 7.897	\$ 8.253
Δ Capital de Trabajo	\$ 3.730	\$ 424	\$ 404	\$ 392	\$ 376	\$ 355
CAPEX	\$ 13.110	\$ 13.940	\$ 14.777	\$ 15.589	\$ 16.369	\$ 17.105
FCFF	\$ 13.173	\$ 9.895	\$ 7.547	\$ 5.924	\$ 6.558	\$ 7.545
Valor Terminal						\$ 229.518
FCFF Total Disponible		\$ 9.895	\$ 7.547	\$ 5.924	\$ 6.558	\$ 237.062
FCFF a Valor Presente		\$ 9.324	\$ 6.701	\$ 4.956	\$ 5.170	\$ 176.084
Total						\$ 202.234

Valor de la Firma	\$ 202.234
Deuda Financiera	-\$ 37.667
Caja y Equivalentes	\$ 14.760
Valor Accionario	\$ 179.327
Acciones en circulación (En Millones)	2.805
Precio por Acción	\$ 63,93

Tabla 39. Análisis de sensibilidad: Escenario optimista de Walmart.

Año Proyectado	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ventas	\$ 572.750	\$ 611.411	\$ 648.095	\$ 683.741	\$ 717.928	\$ 750.234
EBIT	\$ 25.944	\$ 34.239	\$ 32.405	\$ 31.452	\$ 33.384	\$ 35.636
Alicuota Efectiva Impositiva	-\$ 6.589	-\$ 8.526	-\$ 8.069	-\$ 7.832	-\$ 8.313	-\$ 8.873
EBIT (1-t)	\$ 19.355	\$ 25.713	\$ 24.336	\$ 23.620	\$ 25.071	\$ 26.763
Amortizaciones y Depreciaciones	\$ 10.658	\$ 12.320	\$ 12.993	\$ 13.689	\$ 14.407	\$ 15.146
Capital de Trabajo	\$ 6.302	\$ 6.726	\$ 7.129	\$ 7.521	\$ 7.897	\$ 8.253
Δ Capital de Trabajo	\$ 3.730	\$ 424	\$ 404	\$ 392	\$ 376	\$ 355
CAPEX	\$ 13.110	\$ 13.940	\$ 14.777	\$ 15.589	\$ 16.369	\$ 17.105
FCFF	\$ 13.173	\$ 23.670	\$ 22.149	\$ 21.328	\$ 22.733	\$ 24.448
Valor Terminal						\$ 743.712
FCFF Total Disponible		\$ 23.670	\$ 22.149	\$ 21.328	\$ 22.733	\$ 768.159
FCFF a Valor Presente		\$ 22.303	\$ 19.665	\$ 17.843	\$ 17.920	\$ 570.570
Total						\$ 648.302

Valor de la Firma	\$ 648.302
Deuda Financiera	-\$ 37.667
Caja y Equivalentes	\$ 14.760
Valor Accionario	\$ 625.395
Acciones en circulación (En Millones)	2.805
Precio por Acción	\$ 222,96