



VALORACIÓN WAL-MART CHILE S.A. MEDIANTE MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADO

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Juan Leyton Valdés
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

Santiago, Noviembre de 2017

Índice de contenidos

1	Metodología.....	7
1.1	Principales Métodos de Valoración.....	7
1.2	Modelo de descuento de dividendos.....	7
1.3	Método de múltiplos	11
2	Descripción de la empresa e industria	13
2.1	Descripción de Wal-Mart Chile S.A.....	13
2.2	Actividades.....	14
2.3	Accionistas	14
2.4	Regulación	15
2.5	Descripción de la industria.....	16
2.5.1	Supermercados	16
2.5.2	Servicios Financieros	16
2.5.3	Inmobiliaria.....	17
2.6	Descripción del financiamiento de Wal-Mart Chile S.A.	17
3	Estimación de la estructura de capital de la empresa	18
3.1	Deuda financiera	18
3.2	Patrimonio económico	18
3.3	Estructura Capital objetivo.....	19
4	Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa, Costo de Capital de la Empresa...20	
4.1	Beta de la acción.....	20
4.2	Estimación del Costo de Capital de la Empresa	20
4.2.1	Costo de la deuda	20
4.2.2	Beta de la deuda	20
4.2.3	Beta patrimonial sin deuda	21
4.2.4	Beta patrimonial con deuda proyectada.....	21
4.2.5	Estimación costo patrimonial	22
4.2.6	Estimación costo de capital	23
5	Análisis operacional del negocio e industria	24
5.1	Tasa crecimiento ventas.....	24
5.2	Tasa crecimiento industria.....	25
5.3	Proyección crecimiento industria	25

5.4	Análisis de costos de operación y otras cuentas no operacionales.....	26
5.4.1	Detalle costos operativos.....	26
5.4.2	Detalle cuentas no operacionales.....	30
5.5	Detalle de activos	32
6	Proyección del estado de resultados	34
6.1	Proyección ingresos de operación	34
6.2	Proyección costos de operación	35
6.3	Proyección de las cuentas no operacionales.....	37
6.4	Estados financieros proyectados	40
7	Proyección de flujos de caja	41
7.1	Flujo de caja bruto	41
7.1.1	Depreciación y amortización.....	41
7.1.2	Proyección flujo de caja bruto.....	42
7.2	Flujo de caja libre	43
7.2.1	Inversión de reposición.....	43
7.2.2	Inversión en nuevo activo fijo	43
7.2.3	Inversión en capital de trabajo.....	44
7.2.4	Proyección flujo de caja libre	46
7.3	Valor de la empresa	47
8	Valoración económica del precio de la acción	48
8.1	Activos prescindibles	48
8.2	Déficit (exceso) de capital de trabajo	48
8.3	Proyección valor de la acción	49
9	Conclusiones.....	50
	Bibliografía	51
	Anexos	52
	Anexo 1: estimación beta de la acción	52
	Anexo 2: Costo de la deuda	54
	Anexo 3: Estimación beta Damodaran	55
	Anexo 4: Estimación de ventas	56

Índice de tablas

Tabla 1: Ficha de la empresa	14
Tabla 2: Principales accionistas de la empresa	15
Tabla 3: Deuda financiera de la empresa	18
Tabla 4: Patrimonios económico de la empresa	18
Tabla 5: Estructura de capital objetivo de la empresa.....	19
Tabla 6: Crecimiento ventas de la empresa.....	24
Tabla 7: Distribución porcentual crecimiento ventas de la empresa.....	24
Tabla 8: Crecimiento industria	25
Tabla 9: Costos de operación de la empresa.....	26
Tabla 10: Distribución porcentual costos de operación en relación a los ingresos de la empresa	27
Tabla 11: Gastos de administración de la empresa	27
Tabla 12: Depreciación y amortización de la empresa.....	28
Tabla 13: Distribución porcentual gastos de administración en relación a los ingresos de la empresa	28
Tabla 14: Otros gastos, por función de la empresa.....	29
Tabla 15: Otros ingresos de la empresa	29
Tabla 16: Cuentas no operacionales de la empresa	30
Tabla 17: Ingresos financieros de la empresa.....	30
Tabla 18: Costos financieros de la empresa	31
Tabla 19: Resultados por unidades de reajusta de la empresa.....	31
Tabla 20: Diferencias de cambio de la empresa	32
Tabla 21: Activos operacionales de la empresa.....	33
Tabla 22: Activos no operacionales de la empresa.....	33
Tabla 23: Proyección de ventas mercado	34
Tabla 24: Proyección de ventas empresa	34
Tabla 25: distribución porcentual proyectada de los costos de operación en relación a los ingresos.....	35
Tabla 26: Proyección costos de operación	36
Tabla 27: Proyección cuentas no operacionales.....	39
Tabla 28: Estado de resultados proyectado para la empresa	40
Tabla 29: Flujo observado depreciación y amortización.....	41

Tabla 30: Proyección depreciación y amortización	41
Tabla 31: Flujo de caja bruto proyectado	42
Tabla 32. Inversión de reposición proyectada.....	43
Tabla 33: Activos fijos observados.....	43
Tabla 34: Inversión en nuevo activo fijo proyectada.....	44
Tabla 35: Cálculo RCTON	44
Tabla 36: Inversión en capital de trabajo proyectada.....	45
Tabla 37: Flujo de caja libre proyectado	46
Tabla 38: Flujo de caja a descontar.....	47
Tabla 39: Activos prescindibles de la empresa	48
Tabla 40: Exceso capital de trabajo de la empresa.....	48
Tabla 41: Precio de la acción.....	49

Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene por objetivo realizar la valoración económica de la empresa Wal-Mart Chile S.A. mediante el método de flujos de caja descontados.

Wal-Mart Chile S.A. es uno de los principales actores en la Industria de Retail en Chile, con más de 60 años de historia en el mercado, sus negocios se centran en la operación de supermercados a través de una estrategia multiformatos, también opera en el negocio Financiero a través de la Sociedad Wal-Mart Chile Servicios financieros y desarrolla proyectos inmobiliarios bajo su filial Wal-Mart Chile Inmobiliaria. Actualmente cuenta con más de 380 Supermercados, 12 Centros Comerciales y más de 1,56 Millones de cuentas vigentes en su tarjeta de Crédito Líder MasterCard, siendo las ventas al detalle el principal negocio de la compañía.

Para la valoración de la empresa se consideró la información financiera pública correspondiente al periodo entre el 31 de diciembre de 2012 al 30 de junio de 2016, lo anterior dado que hasta esta última fecha existe información publicada por la empresa en Chile, ya que en junio de 2016 canceló voluntariamente su registro de la Superintendencia de Valores y Seguros. La información recopilada se utiliza como entrada para el cálculo de la tasa de costo de capital y para la proyección de los flujos de caja del periodo comprendido entre 2016 (segundo semestre) y 2020. Finalmente, con el método de flujos de caja descontados se obtuvo para la empresa Wal-Mart Chile S.A. Un precio estimado por acción de \$528,81 al 30 de junio de 2016.

1 Metodología

1.1 Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

1.2 Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el

¹Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000.28p.

²Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde

DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

2.2.4 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

³Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y una de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades

⁴Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

1.3 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con

⁵Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

2 Descripción de la empresa e industria

2.1 Descripción de Wal-Mart Chile S.A.

Wal-Mart Chile es uno de los principales actores en la Industria de Retail en Chile, con más de 60 años de historia nace en 1954 como almacenes de autoservicio y se transforma en 1957 en el primer supermercado de América Latina (Almac), dentro de los principales hitos de su historia se encuentran los siguientes:

- 1985, Comienza a operar D&S, Distribución y Servicio S.A., como distribuidora y proveedora de servicios para los supermercados de la compañía.
- 1992, Se constituye el negocio inmobiliario (actualmente Wal-Mart Chile Inmobiliaria) y se inaugura el primer centro comercial de la compañía.
- 1996, Se efectúa el lanzamiento del negocio financiero (tarjeta Presto) y se realiza la primera oferta pública de acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, transformándose en una sociedad anónima abierta.
- 1997, Se registra la primera emisión de ADR en el New York Stock Exchange (NYSE: D&S).
- 2002 La compañía lista sus acciones en la Bolsa de Madrid en el mercado Latibex.
- 2003. La compañía llega a un acuerdo con la cadena francesa Carrefour para la compra de las operaciones de esta última en Chile.
- 2008, Wal-Mart Stores, Inc. Llega a un acuerdo con D&S para adquirir una participación mayoritaria en la compañía,
- 2009, Wal-Mart Stores, Inc. adquiere el 75% de la propiedad.
- 2011, Las divisiones que operan en otras industrias pasan a llamarse Wal-Mart Chile Servicios Financieros S.A. y Wal-Mart Chile Inmobiliaria S.A.
- 2014, Wal-Mart Stores, Inc. alcanzó el 99,94% de la propiedad de Wal-Mart Chile y se da inicio a un proceso de fusión por absorción donde esta última sería absorbida por la empresa controladora.
- 2015, La compañía lanza proceso de venta de 10 centros comerciales
- 2016, Wal-Mart Chile S.A. solicita la cancelación de la inscripción de la sociedad y de sus acciones en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros.

2.2 Actividades

Wal-Mart Chile S.A. a través de una estrategia multiformatos, opera los supermercados Líder, Express de Líder, Líder.cl, Súper Bodega a Cuenta y Central Mayorista, las ventas al detalle representan el principal negocio de la compañía, no obstante también opera en el negocio Financiero a través de la Sociedad Wal-Mart Chile Servicios financieros y desarrolla proyectos inmobiliarios bajo su filial Wal-Mart Chile Inmobiliaria. Actualmente cuenta con más de 380 Supermercados, 12 Centros Comerciales y más de 1,56 Millones de cuentas vigentes en su tarjeta de Crédito Líder MaterCard.

Razón Social	Wal-Mart Chile S.A
Rut	96439000-2
Nemotécnico	WMT
Industria	Retail

Tabla 1: Ficha de la empresa

2.3 Accionistas

El capital Wal-Mart Chile S.A. se encuentra representado por 6.520 millones de acciones suscritas y pagadas, todas de una misma serie única y sin valor nominal. Al 30 de junio de 2016 dicho número de acciones se encontraba distribuido entre un total de 199 accionistas entre personas naturales y personas jurídicas y corredoras de bolsa. Wal-MartStores, Inc. ejerce el control sobre Wal-Mart Chile indirectamente a través de la sociedad Inversiones Australes Tres Limitada con un 99,938% de la propiedad. Por su parte, Wal-Mart Stores, Inc. es una sociedad constituida el 31 de octubre de 1969 y es válidamente existente de acuerdo con las leyes del Estado de Delaware, Estados Unidos.

Nombre	% de propiedad
Inversiones Australes Tres Limitada	99,938%
Alicia FindelWestermeier	0,013%
Santander S A C De B	0,006%
Banchile C De B S A	0,004%
Rancho Sureno S A	0,003%
Euroamerica C De B S.A.	0,002%
Consortio C De B S A	0,002%
Larrain Vial S A Corredora De Bolsa	0,002%
Bci C De B S A	0,002%
Maria Teresa Garcia Lafuente	0,002%
Margaret Elizabeth Macdonald Jeffrey	0,002%
Ramon Luis Sanchez Vega	0,002%

Tabla 2: Principales accionistas de la empresa

2.4 Regulación

Las principales actividades de Wal-MartChile S.A. se desarrollan en sectores económicos y empresariales que son considerados como no regulados. Sin perjuicio de lo anterior, dichos negocios están sujetos a diversos cuerpos normativos de aplicación general, y en especial, que afectan el modo en que los mismos deben desarrollarse, destacando la legislación de protección de la libre competencia, la legislación laboral y las normas sobre protección a los consumidores. Cabe mencionar que la actividad financiera que se desarrolla a través de la operación de las tarjetas de crédito Líder MasterCard y Presto, sí se encuentra regulada, principalmente a través de las normas del Banco Central, de la superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), y de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Chile cuenta con leyes de protección de la libre competencia, las cuales buscan impedir las prácticas o actividades monopólicas y de abuso de posición dominante en cualquier mercado o industria. En los últimos años ha existido una preocupación creciente por el tamaño y poder de mercado relativo que los grandes operadores de supermercados han adquirido. En este sentido, la Fiscalía Nacional Económica y el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia han buscado activamente precaver eventuales abusos de parte de dichos operadores, tanto en sus relaciones con los proveedores, como en sus relaciones con la competencia y los consumidores.

2.5 Descripción de la industria

2.5.1 Supermercados

En Chile, la industria de Supermercados es altamente competitiva. El porcentaje del comercio formal está muy por sobre el resto de los países de Latinoamérica. Asimismo, en la industria se observa una alta diversidad de formatos para satisfacer las necesidades de clientes. Wal-mart (Lider), Cencosud (Jumbo y Santa Isabel), SMU (Unimarc y otros) y Falabella (Tottus) han buscado durante el 2016 eficiencias operacionales y mejorar la negociación con proveedores para poder aumentar la actividad.

Si bien el consumo ha decrecido en Chile, el negocio de los supermercados sigue al alza. Durante la primera mitad del año 2016, las cuatro compañías principales que participan en este rubro en Chile han visto crecer sus ingresos por esta actividad.

De acuerdo con los balances de estas cuatro cadenas, la industria alcanzó una facturación de \$4.494.231 millones -es decir, unos US\$ 6.795 millones- a junio de 2016, lo cual es un 5,5% mayor que los \$4.259.160 millones obtenidos en la primera mitad del 2015. Asimismo, si se lo compara con las cifras de hace cinco años, se da un crecimiento de 57,8% respecto de los \$2.847.158 millones de ingresos conseguidos por las cuatro cadenas en el período enero-junio de 2011.

2.5.2 Servicios Financieros

En Chile la industria de Servicios Financieros se ha desarrollado de manera importante en los últimos años a nivel nacional, existiendo una mayor diversificación y profundización de las fuentes de crédito en los mercados financieros, se caracteriza por ser altamente competitiva, debido a que cuenta con una amplia participación de diversos actores ligados a la banca, al comercio, cooperativas, cajas de compensación y corredoras de seguros. Esta industria ha diversificado su oferta de productos, incluyendo, entre otros, créditos de consumo e intermediación de seguros. Los principales competidores en son las casas comerciales emisoras de tarjetas de crédito propias, siendo éstas: CMR Falabella, Tarjeta Ripley, Tarjeta La Polar y ABC Din.

La participación de mercado de Wal-Mart Chile S.A. es cercana al 10% considerando las casa comerciales (tarjetas titulares vigentes).

2.5.3 Inmobiliaria

Bajo este negocio Wal-Mart Chile S.A. opera el formato de centros comerciales de la marca Espacio Urbano. Los principales competidores en esta industria son Mall Plaza, Cencosud, Parque Arauco y CorpGroup. En octubre de 2015, como parte de la estrategia de la compañía, se inició el proceso de venta de 10 centros comerciales con el objetivo de enfocarse prioritariamente en el negocio de retail.

De los tres segmentos mencionados, el más importante en términos de ingresos por actividades el negocio retail que, a junio de 2016, representó el 95% de los ingresos totales, en línea con los años anteriores.

2.6 Descripción del financiamiento de Wal-Mart Chile S.A.

En enero de 2015, la sociedad filial Wal-Mart Chile Inmobiliaria S.A. realizó el prepago del saldo de su bono “serie B”, tras lo cual solicitó en mayo de 2015 la cancelación de su inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros. La serie correspondía al último instrumento de deuda pública emitido por Wal-Mart Chile (o sus filiales). Así, desde el cambio de controlador, ha financiado sus obligaciones principalmente mediante cuentas con sus empresas relacionadas y con generación propia.

El soporte financiero entregado por su controlador a través de cuentas y préstamos intercompañía, ha derivado en acotadas necesidades de financiamiento. A junio de 2016, el stock de deuda financiera alcanzó más de \$426.000 millones, concentrada en préstamos bancarios de corto plazo, utilizados para financiar capital de trabajo. Al considerar la deuda financiera con relacionadas, este stock supera los \$906.000 millones.

3 Estimación de la estructura de capital de la empresa

3.1 Deuda financiera

Los estados financieros consolidados de Wal-Mart Chile S.A. muestran la siguiente deuda financiera considerando las siguientes partidas del balance, préstamos que devengan intereses (corriente), Otros Pasivos Financieros (corriente), Préstamos que devengan intereses (no corriente), Otros Pasivos Financieros (no corriente).

Los préstamos que devengan intereses corrientes y no corrientes están compuestos en su totalidad por deudas con empresas relacionadas.

	2012	2013	2014	2015	2016*
Préstamos que devengan intereses (corriente)	32.226,61	153.346,09	7.017.190,45	1.116.253,80	1.475.692,83
Otros Pasivos Financieros (corriente)	16.707.855,35	14.000.765,01	13.942.089,00	14.969.514,13	15.813.948,45
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	12.980.974,97	12.980.974,93	16.824.999,37	16.963.999,11	16.952.388,31
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	5.834.991,10	11.280.041,45	7.060.800,42	619.093,38	539.226,06
Deuda Financiera (UF)	35.558.060,03	38.417.140,48	44.847.093,24	33.670.875,42	34.783.271,65

*al 30 de Junio.

Tabla 3: Deuda financiera de la empresa

3.2 Patrimonio económico

Para el cálculo del patrimonio económico de Wal-Mart Chile S.A. se considera el número total de acciones suscritas y pagadas para el periodo en análisis y el precio de cierre de la acción al último día hábil de cada periodo.

	2012	2013	2014	2015	2016*
Acciones	6.520.000.000	6.520.000.000	6.520.000.000	6.520.000.000	6.520.000.000
Precio acción (\$)	260	450	510	533	649
Valor UF	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.629,09	26.052,07
Patrimonio Económico (UF)	74.218.228,39	125.871.101,81	135.021.987,97	135.594.357,82	162.423.945,58

*al 30 de Junio.

Tabla 4: Patrimonios económico de la empresa

3.3 Estructura Capital objetivo

Bajo el supuesto que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado, se obtiene la estructura de capital de Wal-Mart Chile S.A. para cada periodo: razón de endeudamiento (B/V), razón patrimonio a valor empresa (P/V), razón deuda a patrimonio (B/P). En el cálculo de la estructura de capital objetivo se considera el promedio de los últimos dos periodos ya que se observa que la empresa tiende a modificar su estructura de capital disminuyendo su deuda.

	2012	2013	2014	2015	2016*	Estructura de Capital Objetivo
B/V	32,4%	23,4%	24,9%	19,9%	17,6%	18,8%
P/V	67,6%	76,6%	75,1%	80,1%	82,4%	81,2%
B/P	47,9%	30,5%	33,2%	24,8%	21,4%	23,1%

Tabla 5: Estructura de capital objetivo de la empresa

4 Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa, Costo de Capital de la Empresa

4.1 Beta de la acción

Como se mencionó en anteriormente, en la descripción de la empresa, Wal-Mart Chile S.A. en junta extraordinaria de accionistas del 8 de junio de 2016, solicita en forma voluntaria la cancelación de su inscripción en el registro de valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, en forma posterior a esa fecha, el 26 de octubre de 2016, la Bolsa de Comercio de Santiago procedió a cancelar la inscripción de la sociedad anónima denominada Wal-Mart Chile S.A. (WMTCL). La Resolución Exenta N° 4385 de la Superintendencia de Valores y Seguros, canceló la inscripción de la sociedad y sus acciones en el Registro de Valores, a pedido de la propia compañía. Esto implica que sus niveles de volúmenes transados sean bajos, lo cual provoca que la estimación de los Betas no sea estadísticamente significativa (ver anexo 1).

4.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

4.2.1 Costo de la deuda

Wal-Mart Chile S.A. no tiene bonos emitidos al 30 de Junio de 2016, por lo que el costo de la deuda se obtiene directamente de las condiciones de los préstamos con empresas relacionadas, en la nota 12 de los estrados financieros al 30 de junio de 2016 se observa que la tasa de colocación de los créditos a la filial es de 3,29%, (ver anexo 2).

4.2.2 Beta de la deuda

Utilizando el modelo CAPM y la tasa de costo de la deuda ya obtenida se procede al cálculo del beta de la deuda:

$$r_d = r_f + \beta_b(PRM)$$

En donde:

$$rd=3,29\%$$

$$rf = 1,93\%$$

$$PRM= 6,55\%$$

Entonces:

$$3,29\% = 1,93\% + \beta_b (6,55\%)$$

$$\beta_b = 0,2076$$

El beta de la deuda corresponde a 0,2076

4.2.3 Beta patrimonial sin deuda

Dado que no existen niveles de volúmenes transados significativos, el beta a utilizar corresponde al estimado por Damodaran para la industria del retail (Grocery and Food), el cual se obtiene de la a través de la página web de Damodaran, en ella se aprecia que el Beta es de 0,46. Cabe señalar que los datos proporcionados por Damodaran son estimados a inicios de periodo de cada año por lo que, dadas las condiciones de este trabajo, el Beta de dicha industria se ha seleccionado para Enero de 2016 (ver anexo 3).

4.2.4 Beta patrimonial con deuda proyectada

Apalancando el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo (obtenida en 3.3) de la Wal-Mart Chile S.A. y utilizando la tasa de impuestos de largo plazo se procede al cálculo del beta patrimonial con deuda utilizando Rubinstein:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left(1 + (1 - T) \frac{B}{P_{c/d}} \right) - (1 - T) \left(\frac{B}{P_{c/d}} \right) \beta_b$$

En donde:

$$\beta_p^{s/d} = 0,46$$

$$T = 27\%$$

$$\frac{B}{P_{c/d}} = 23,1\%$$

$$\beta_b = 0,2076$$

Entonces:

$$\beta_p^{c/d} = 0,46(1 + (1 - 27\%)23,1\%) - (1 - 27\%)(23,1\%)0,2076$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,5026$$

El beta patrimonial con deuda corresponde a 0,5026

4.2.5 Estimación costo patrimonial

Con el nuevo beta patrimonial con deuda, a la estructura de capital objetivo, se procede al cálculo del costo patrimonial utilizando el modelo CAPM, se suma además el premio por liquidez, que corresponde a una estimación realizada por Amihud et al. y constituye la diferencia de rentabilidad entre un portafolio líquido y uno no líquido:

$$k_p = r_f + \beta_p^{c/d}(PRM) + \text{premio por liquidez}$$

En donde:

$$r_f = 1,93\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,5026$$

$$PRM = 6,55\%$$

$$\text{premio por liquidez} = 1,06\%$$

Entonces:

$$k_p = 1,93\% + 0,5026(6,55\%) + 1,06\%$$

$$k_p = 6,2817\%$$

El costo patrimonial corresponde a 6,2817%

4.2.6 Estimación costo de capital

Utilizando el costo de capital promedio ponderado (WACC) se procede a la estimación del costo de capital para Wal-Mart Chile S.A.:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - T) \left(\frac{B}{V} \right)$$

En donde:

$$k_p = 6,2816\%$$

$$\frac{P}{V} = 81,23\%$$

$$k_b = 3,29\%$$

$$T = 27\%$$

$$\frac{B}{V} = 18,77\%$$

Entonces:

$$k_0 = 6,2816\%(81,23\%) + 3,29\%(1 - 27\%)(18,77\%)$$

$$k_0 = 5,55\%$$

Esta tasa corresponde al costo de capital promedio ponderado (WACC) y es la tasa que se utiliza finalmente para descontar los flujos futuros de la empresa a partir del método de valorización por flujos descontados.

5 Análisis operacional del negocio e industria

5.1 Tasa crecimiento ventas

Wal-Mart Chile S.A. posee tres líneas de negocio: retail, servicios financieros, inmobiliaria. El primero de ellos se representa en el estado de resultados como Ingresos por ventas de inventario, el segundo como Ingresos por servicios financieros y el tercero como ingresos por arrendamiento, el negocio de retail es el principal de la empresa y representa el 95% de los ingresos de la empresa.

Ingresos de actividades ordinarias	2012	2013	2014	2015	2016*
Ingresos por ventas de inventario (UF)	120.167.149	129.203.283	134.421.180	142.178.865	70.860.552
Ingresos por servicios financieros (UF)	4.977.470	4.597.317	4.452.780	4.854.127	2.842.876
Ingresos por arrendamientos (UF)	1.506.300	1.666.958	1.665.346	1.799.544	851.750
Otros ingresos (UF)		502.634			
Total (UF)	126.650.919	135.970.193	140.539.306	148.832.536	74.555.179

*al 30 de Junio.

Tabla 6: Crecimiento ventas de la empresa

Ingresos de actividades ordinarias	2012	2013	2014	2015	2016*
Ingresos por ventas de inventario	95%	95%	96%	96%	95%
Ingresos por servicios financieros	4%	3%	3%	3%	4%
Ingresos por arrendamientos	1%	1%	1%	1%	1%
Otros ingresos	-	0%	-	-	-
Total	100%	100%	100%	100%	100%

*al 30 de Junio.

Tabla 7: Distribución porcentual crecimiento ventas de la empresa

5.2 Tasa crecimiento industria

Dado que el negocio de ventas por retail corresponde al principal negocio de Wal-Mart Chile S.A. se analiza el crecimiento de la industria utilizando las estadísticas de ventas nominales de establecimientos de supermercados generadas por el INE.

ventas nominales supermercados	2012	2013	2014	2015	2016*
ventas totales \$	7.564.012.859.767	8.177.111.578.562	8.651.498.461.982	9.377.229.989.884	4.765.251.347.653
ventas totales UF	331.163.068,63	350.805.059,32	351.299.928,21	365.882.284,15	182.912.580,37
Crecimiento Industria		5,93%	0,14%	4,15%	N/A

*al 30 de Junio.

Tabla 8: Crecimiento industria

5.3 Proyección crecimiento industria

Wal-Mart Chile S.A. se mantiene durante el primer semestre de 2016 como el competidor de mayor facturación, alcanzando el 41,08% del mercado. En este contexto, de acuerdo con los estados financieros, las ventas retail, excluyendo las áreas de servicios financieros y de inmobiliaria de la empresa, crecieron un 6% en la primera mitad del año comparadas con el mismo periodo de 2015. Esta alza en el negocio retail, sumada a un aumento del 28,3% de los ingresos del sector financiero, hicieron que los ingresos totales aumentaran 6,7%.

Cencosud posee el 28,12% del mercado y a junio sus ventas crecieron un 5% en relación con los primeros seis meses de 2015 y ha realizado una serie de medidas para aumentar su eficiencia y conseguir que la actividad de descuentos en sus supermercados no le signifique un fuerte efecto en sus márgenes.

La cadena SMU cuenta con el 23,27% del mercado. El aumento de los ingresos en 4,9% a junio respecto del mismo período en 2015 se debe, entre otros elementos, al avance en la implementación de propuestas de valor más atractivas, la optimización de la cadena de abastecimiento y la maduración y profundización del plan promocional.

5.4 Análisis de costos de operación y otras cuentas no operacionales

5.4.1 Detalle costos operativos

Wal-Mart Chile S.A. clasifica sus costos de operación en: costos de venta, costos de distribución, gastos de administración y otros costos por función. Los costos de ventas son los que tienen mayor representatividad en los costos de operación. A continuación se adjunta un cuadro con el total de cada uno de los costos de operación en UF para cada periodo de análisis

Costos de operación	2012	2013	2014	2015	2016*
Costo de ventas UF	92.058.874	97.933.508	102.710.884	106.906.098	53.368.089
Costos de distribución UF	1.393.278	1.626.064	237.970	277.292	144.397
Gastos de administración UF	24.301.620	26.317.799	27.967.704	30.486.002	16.419.585
Otros gastos, por función UF	1.585.076	1.321.817	2.216.174	2.993.748	1.016.369
Otros ingresos UF	488.672	291.563	960.352	502.292	203.817
Otras ganancias (pérdidas) UF	68.835	32.272	- 23.245	47.091	- 55.021

*al 30 de Junio.

Tabla 9: Costos de operación de la empresa

La representatividad porcentual de los costos operativos en relación a los ingresos de actividades ordinarias de Wal-Mart Chile S.A. muestra que los costos de venta corresponden en promedio al 72% de los ingresos y los gastos de administración corresponden en promedio al 20% de los ingresos, siendo ambos los más representativos.

	2012	2013	2014	2015	2016*
Costo de ventas	72,7%	72,0%	73,1%	71,8%	71,6%
Costos de distribución	1,1%	1,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Gastos de administración	19,2%	19,4%	19,9%	20,5%	22,0%
Otros gastos, por función	1,3%	1,0%	1,6%	2,0%	1,4%
Otros ingresos	0,4%	0,2%	0,7%	0,3%	0,3%
Otras ganancias (pérdidas)	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%

*al 30 de Junio.

Tabla 10: Distribución porcentual costos de operación en relación a los ingresos de la empresa

El detalle de los costos considerados en cada una de las cuentas operacionales se presenta en las siguientes tablas:

Gastos de administración:

	2012	2013	2014	2015	2016*
Sueldos y salarios UF	11.695.785	12.918.831	13.430.914	14.827.150	7.893.246
Depreciación y amortización UF	3.255.771	3.582.424	3.915.280	4.100.665	1.970.561
Gastos de servicios de terceros UF	5.666.944	5.903.089	6.716.760	7.075.790	3.987.613
Deterioro deudores comerciales UF	125.940	239.453	90.245	39.367	37.510
Arriendos UF	1.550.265	1.666.126	1.818.218	1.950.111	1.217.006
Electricidad UF	1.087.127	1.069.298	1.062.782	1.465.567	794.764
Mantenimiento UF	732.065	744.656	680.767	733.189	381.404
Otros gastos administrativos UF	187.725	193.921	252.738	294.164	137.479
Total gastos de administración UF	24.301.620	26.317.799	27.967.704	30.486.002	16.419.585

*al 30 de Junio.

Tabla 11: Gastos de administración de la empresa

La depreciación y amortización se detalla a continuación:

	2012	2013	2014	2015	2016*
Depreciación UF	2.954.985	3.312.115	3.569.330	3.789.304	1.787.358
Amortización UF	300.786	270.309	345.950	311.361	183.204
Total UF	3.255.771	3.582.424	3.915.280	4.100.665	1.970.561

*al 30 de Junio.

Tabla 12: Depreciación y amortización de la empresa

La representatividad porcentual de los gastos de administración en relación a los ingresos de actividades ordinarias de Wal-Mart Chile S.A. se muestra a continuación:

	2012	2013	2014	2015	2016*
Sueldos y salarios	9,2%	9,5%	9,6%	10,0%	10,6%
Depreciación y amortización	2,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,6%
Gastos de servicios de terceros	4,5%	4,3%	4,8%	4,8%	5,3%
Deterioro deudores comerciales	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%
Arriendos	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,6%
Electricidad	0,9%	0,8%	0,8%	1,0%	1,1%
Mantenimiento	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Otros gastos administrativos	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Total gastos de administración	19,2%	19,4%	19,9%	20,5%	22,0%

*al 30 de Junio.

Tabla 13: Distribución porcentual gastos de administración en relación a los ingresos de la empresa

Otros gastos, por función:

	2012	2013	2014	2015	2016*
Publicidad UF	966.901	980.845	949.598	944.535	399.589
Gastos de viajes UF	39.673	41.390	-	-	-
Royalties UF	-	-	810.250	1.702.640	473.661
Donaciones UF	33.577	62.915	68.720	56.079	22.879
Deterioro de activo fijo UF	80.619	4.651	- 13.961	- 14.513	-
Otros gastos UF	464.306	232.015	401.568	305.006	120.239
Total Otros gastos, por función UF	1.585.076	1.321.817	2.216.174	2.993.748	1.016.369

*al 30 de Junio.

Tabla 14: Otros gastos, por función de la empresa**Otros ingresos:**

	2012	2013	2014	2015	2016*
Utilidad por venta de consignados UF	-	69.245	120.908	103.902	42.423
Utilidad por venta de inversiones UF	-	-	-	-	-
Resultado comprar sucesivas IFRS 3 UF	-	-	-	-	-
Venta cartera UF	46.466	-	-	-	-
Utilidad por venta de intangibles UF	69.515	-	-	-	-
Notas de créditos no recibidas UF	147.498	-	-	-	-
Otros ingresos UF	225.193	222.318	839.445	398.390	161.394
Total otros ingresos UF	488.672	291.563	960.352	502.292	203.817

*al 30 de Junio.

Tabla 15: Otros ingresos de la empresa

5.4.2 Detalle cuentas no operacionales

Las cuentas no operacionales de Wal-Mart Chile S.A. muestran los costos financieros son los más representativos para el periodo comprendido entre 2012 y 2014, a partir de esa fecha se observa la disminución de esta cuenta debido a la estrategia de financiamiento desde sus empresas relacionadas.

	2012	2013	2014	2015	2016*
Ingresos financieros UF	42.365	4.186	8.742	3.408	2.918
Costos financieros UF	1.116.494	1.304.183	1.146.926	710.135	338.082
Diferencias de cambio UF	- 10.730	- 63.549	- 3.995	- 264.380	135.731
Resultados por unidades de reajuste UF	- 436.548	- 257.524	- 815.237	- 651.258	- 264.838

*al 30 de Junio.

Tabla 16: Cuentas no operacionales de la empresa

A continuación se muestra el detalle de las cuentas no operacionales, identificando aquellas que son de carácter recurrentes para los periodos analizados:

Ingresos financieros:

	2012	2013	2014	2015	2016*	
Intereses inversiones instrumentos financieros UF	41.736	4.017	8.703	3.482	2.918	recurrente
Intereses sociedades relacionadas UF	629	-	-	-	-	
Otros ingresos financieros UF	-	168	39	- 74	-	
Total ingresos financieros	42.365	4.186	8.742	3.408	2.918	

*al 30 de Junio.

Tabla 17: Ingresos financieros de la empresa

Costos financieros:

	2012	2013	2014	2015	2016*	
Intereses préstamos bancarios UF	- 326.234	- 637.912	- 526.133	- 240.743	- 42.757	recurrente
Intereses bonos UF	- 212.397	- 180.019	- 167.205	- 95.974	-	
Intereses préstamos con entidades relacionadas UF	- 571.092	- 524.494	- 531.194	- 659.601	- 201.906	recurrente
Intereses arrendamientos UF	- 84.102	- 60.206	- 47.157	- 40.307	- 18.623	recurrente
Intereses boletas de garantía UF	- 734	- 671	- 825	- 1.867	- 2.424	recurrente
Intereses activados UF	78.065	118.734	142.762	234.990	104.485	recurrente
Intereses MTM Swap UF	-	- 15.696	- 14.359	104.115	- 176.912	
Otros costos financieros UF	-	- 3.920	- 2.815	- 10.748	- 981	
Total costos financieros	- 1.116.494	- 1.304.183	- 1.146.926	- 710.135	- 338.082	

*al 30 de Junio.

Tabla 18: Costos financieros de la empresa**Resultados por unidades de reajuste UF**

	2012	2013	2014	2015	2016*	
Resultados por unidades de reajuste	- 436.548	- 257.524	- 815.237	- 651.258	- 264.838	recurrente
Total Resultados por unidades de reajuste	- 436.548	- 257.524	- 815.237	- 651.258	- 264.838	

*al 30 de Junio.

Tabla 19: Resultados por unidades de reajusta de la empresa

Diferencia de cambio

	2012	2013	2014	2015	2016*	
Efectivo y efectivo equivalente US\$	2.145	23.883	- 12.169	102.449	- 41.259	recurrente
Otros activos financieros US\$	- 153.672	35.733	257.036	14.993	51	recurrente
Otros pasivos financieros, corriente US\$	-	-	-	-	2.758	
Derechos por cobrar, no corriente	-	2.455	-	-	-	
Préstamos que devengan intereses US\$	211.082	59.384	- 7.365	- 18.193	-	recurrente
Cuentas por pagar y otras cuentas por pagar US\$	- 70.284	- 185.004	- 241.497	- 363.629	174.180	recurrente
Total diferencias de cambio	- 10.730	- 63.549	- 3.995	- 264.380	135.731	

*al 30 de Junio.

Tabla 20: Diferencias de cambio de la empresa

5.5 Detalle de activos

A continuación se presenta el detalle de los activos de Wal-Mart Chile S.A., clasificados como operaciones o no operacionales.

Activos operacionales

	2012	2013	2014	2015	2016*
Efectivo y equivalentes al efectivo UF	1.920.181	2.830.097	4.029.065	3.576.396	2.551.836
Otros activos no financieros corrientes UF	298.244	227.444	244.377	229.107	391.681
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes UF	13.220.429	12.851.747	12.696.057	15.967.467	14.866.272
Inventarios corrientes UF	10.732.775	12.234.218	12.735.331	14.606.734	12.858.212
Activos por impuestos corrientes, corrientes UF	2.397.300	4.122.761	2.238.665	3.624.617	3.607.223
Activos corrientes totales UF	28.568.931	32.266.267	31.943.495	38.004.320	34.275.225
Otros activos no financieros no corrientes UF	1.115.273	1.034.534	903.711	765.965	707.214
Cuentas por cobrar no corrientes UF	2.851.646	3.354.404	3.895.886	4.413.976	4.919.570
Activos intangibles distintos de la plusvalía UF	981.970	1.227.458	1.050.108	3.093.836	2.916.136

Propiedades, planta y equipo UF	48.774.378	51.535.705	52.997.696	49.146.461	48.162.402
Propiedad de inversión UF	5.591.899	5.396.555	4.998.371	0	0
Total de activos no corrientes UF	59.315.165	62.548.655	63.845.772	57.420.237	56.705.322
Total de activos UF	87.884.096	94.814.922	95.789.267	95.424.557	90.980.547

*al 30 de Junio.

Tabla 21: Activos operacionales de la empresa

Activos no operacionales

	2012	2013	2014	2015	2016*
Otros activos financieros corrientes UF	849.035	1.487.167	368.448	92.428	102.851
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes UF	62.275	0	0	0	0
Activos corrientes totales UF	911.310	1.487.167	368.448	92.428	102.851
Otros activos financieros no corrientes UF	0	0	0	0	0
Inversiones contabilizadas utilizando método participación UF	0	0	0	0	0
Plusvalía UF	1.292.575	1.266.579	1.198.817	26.846.439	26.410.562
Total de activos no corrientes UF	1.292.575	1.266.579	1.198.817	26.846.439	26.410.562
Total de activos UF	2.203.885	2.753.746	1.567.265	26.938.867	26.513.413

*al 30 de Junio.

Tabla 22: Activos no operacionales de la empresa

La cuenta de otros activos financieros corrientes corresponde a depósitos a plazo que Wal-Mart Chile S.A. tiene en el banco BBVA. La plusvalía de inversiones compradas representa la diferencia entre el valor de adquisición de las acciones o derechos sociales de subsidiarias y asociadas y el valor razonable de los activos y pasivos identificables incluyendo los contingentes identificables, a la fecha de adquisición. La plusvalía de inversiones comprada es considerada un activo con vida útil indefinida al provenir de la adquisición de negocios de integración vertical de las principales operaciones de Wal-Mart Chile S.A, no presenta activos intangibles que tengan alguna restricción o que sirvan como garantía de deudas o con compromiso de compra.

6 Proyección del estado de resultados

6.1 Proyección ingresos de operación

Se estima un crecimiento de Mercado del año 2017 de un 3,34% y del año 2018 al 2020 se utiliza un supuesto que crece en el 2018 un 5,93%, 2019 un 5,11% y 2020 4,79%. Los crecimientos desde el 2018 son en función de la ponderación de los crecimientos de los últimos tres años móviles.

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas Mercado M\$	9.796.285.699	10.123.287.895	10.724.709.935	11.271.484.474	11.812.812.547
Crecimiento % (M\$)	6,07%	3,34%	5,93%	5,11%	4,79%
Ventas Mercado UF	381.807.564	394.545.591	417.954.696	439.331.989	460.396.733

Tabla 23: Proyección de ventas mercado

A junio de 2016 Wal-Mart Chile S.A. acumula una participación de mercado de 41,08% El supuesto utilizado considera el cierre del año con dicha participación sobre la venta total de mercado.

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas Mercado M\$	4.086.030.765	4.371.235.713	4.635.219.634	4.877.171.332	5.116.129.114
Participación de mercado Wal-mart Chile S.A.	41,71%	43,18%	43,22%	43,27%	43,31%
Ventas MercadoWal-Mart Chile S.A. M\$	4.081.453.434	4.366.338.884	4.630.027.080	4.871.707.735	5.110.397.826
Ventas MercadoWal-Mart Chile S.A. UF	159.250.814	170.366.520	180.655.149	190.085.084	199.398.333
Crecimiento %	7,00%	6,98%	6,04%	5,22%	4,90%

Tabla 24: Proyección de ventas empresa

Para el año 2017 se realiza la estimación en función al desempeño de la industria de los

últimos 4 años móviles, con relevancia de crecimiento mensual desde el 2014 considerando el 2016 con un 70%. Desde el 2018 un promedio móvil de los 3 últimos años con tasa levemente decreciente. (Ver anexo 4)

6.2 Proyección costos de operación

A continuación se muestra el análisis vertical de EERR, considerando la proyección realizada para los costos de operación:

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	72%	72%	72%	72%	72%
Costos de distribución	1%	1%	1%	1%	1%
Gastos de administración	20%	20%	20%	20%	20%
Otros gastos, por función	1%	1%	1%	1%	1%
Otros ingresos	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Otras ganancias (pérdidas)	0,004%	0,004%	0,004%	0,004%	0,004%

Tabla 25: distribución porcentual proyectada de los costos de operación en relación a los ingresos

Los supuestos utilizados para esta proyección son los siguientes:

Costos de ventas:

La proyección realizada considera el porcentaje promedio de los costos de venta de Wal-Mart Chile S.A. en relación a los ingresos para el periodo 2012-2016 (junio). Este porcentaje corresponde a un 72%.

Costos de distribución:

La proyección realizada considera el porcentaje promedio de los costos de distribución de Wal-Mart Chile S.A. en relación a los ingresos para el periodo 2012-2016 (junio). Este porcentaje corresponde a un 1%.

Gastos de administración:

La proyección realizada considera el porcentaje promedio de los gastos de administración de Wal-Mart Chile S.A. en relación a los ingresos para el periodo 2012-2016 (junio). Este porcentaje corresponde a un 20%.

Otros gastos, por función:

La proyección realizada considera el porcentaje promedio de otros gastos, por función de Wal-Mart Chile S.A. en relación a los ingresos para el periodo 2012-2016 (junio). Este porcentaje corresponde a un 1%.

Otros ingresos:

La proyección realizada considera el porcentaje promedio de otros ingresos de Wal-Mart Chile S.A. en relación a los ingresos para el periodo 2012-2016 (junio). Este porcentaje corresponde a un 0,4%.

Otras ganancias (pérdidas):

La proyección realizada considera el porcentaje promedio de Otras ganancias (pérdidas) de Wal-Mart Chile S.A. en relación a los ingresos para el periodo 2012-2016 (junio). Este porcentaje corresponde a un 0,004%.

De acuerdo a lo explicado anteriormente, la proyección de los costos operacionales, en función de los ingresos proyectados es la siguiente:

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos proyectados UF	159.250.814	170.366.520	180.655.149	190.085.084	199.398.333
Costo de ventas UF	- 114.660.586	- 122.663.895	- 130.071.707	- 136.861.261	- 143.566.800
Costos de distribución UF	- 1.592.508	- 1.703.665	- 1.806.551	- 1.900.851	- 1.993.983
Gastos de administración UF	- 27.359.290	- 29.268.968	- 31.036.555	- 32.656.617	- 34.256.634
Otros gastos, por función UF	- 1.594.351	- 1.705.637	- 1.808.642	- 1.903.051	- 1.996.291
Otros ingresos	637.741	682.255	723.457	761.220	798.516
Otras ganancias (pérdidas)	- 6.377	- 6.823	- 7.235	- 7.612	- 7.985

Tabla 26: Proyección costos de operación

6.3 Proyección de las cuentas no operacionales

De acuerdo al análisis realizado en la sección 5.2.2 detalle de cuentas no operacionales, se realiza la proyección para aquellas cuentas que se identificaron como recurrentes. Utilizando un criterio conservador se proyectan las cuentas no operacionales como el promedio de los montos presentados en el estado de resultados, descartando del cálculo los valores extremos.

Ingresos financieros

La proyección realizada considera el promedio de la cuenta Intereses inversiones instrumentos financieros de Wal-Mart Chile S.A. para el periodo 2013-2015. Este promedio corresponde a UF 5.401.

Costos financieros

La proyección realizada considera el promedio de las siguientes cuentas de Wal-Mart Chile S.A.:

Intereses préstamos bancarios, promedio calculado para el periodo 2012-2015. Este promedio corresponde a UF -432.755.

Intereses préstamos con entidades relacionadas, promedio calculado para el periodo 2012-2015. Este promedio corresponde a UF -571.595.

Intereses arrendamientos, promedio calculado para el periodo 2013-2015. Este promedio corresponde a UF -49.223.

Intereses boletas de garantía, promedio calculado para el periodo 2012-2015. Este promedio corresponde a UF -1.024.

Intereses activados, promedio calculado para el periodo 2013-2015. Este promedio corresponde a UF 165.495.

Diferencias de cambio

La proyección realizada considera el promedio de las siguientes cuentas de Wal-Mart Chile S.A.:

Efectivo y efectivo equivalente US\$ para el periodo 2013-2015. Este promedio corresponde

a UF 18.226.

Otros activos financieros US\$ para el periodo 2012-2015. Este promedio corresponde a UF 38.523.

Préstamos que devengan intereses US\$ para el periodo 2013-2015. Este promedio corresponde a UF 11.275.

Cuentas por pagar y otras cuentas por pagar US\$ para el periodo 2012-2015. Este promedio corresponde a -137.247.

Resultados por unidades de reajuste

La proyección realizada considera el promedio de la cuenta resultados por unidades de reajuste de Wal-Mart Chile S.A. para el periodo 2013-2015. Este promedio corresponde a UF -458.048

De acuerdo a lo explicado anteriormente, la proyección de las cuentas no operacionales es la siguiente:

	2016	2017	2018	2019	2020
Intereses inversiones instrumentos financieros UF	5.401	5.401	5.401	5.401	5.401
Total ingresos financieros UF	5.401	5.401	5.401	5.401	5.401
Intereses préstamos bancarios UF	-432.755	-432.755	-432.755	-432.755	-432.755
Intereses préstamos con entidades relacionadas UF	-571.595	-571.595	-571.595	-571.595	-571.595
Intereses arrendamientos UF	-49.223	-49.223	-49.223	-49.223	-49.223
Intereses boletas de garantía UF	-1.024	-1.024	-1.024	-1.024	-1.024
Intereses activados UF	165.495	165.495	165.495	165.495	165.495
Total costos financieros UF	-889.102	-889.102	-889.102	-889.102	-889.102
Resultados por unidades de reajuste UF	-458.048	-458.048	-458.048	-458.048	-458.048
Total resultados por unidades de reajuste UF	-458.048	-458.048	-458.048	-458.048	-458.048
Efectivo y efectivo equivalente US\$ UF	18.226	18.226	18.226	18.226	18.226
Otros activos financieros US\$ UF	38.523	38.523	38.523	38.523	38.523
Otros pasivos financieros, corriente US\$ UF	11.275	11.275	11.275	11.275	11.275
Derechos por cobrar, no corriente UF	-137.247	-137.247	-137.247	-137.247	-137.247
Total diferencias de cambio UF	-69.223	-69.223	-69.223	-69.223	-69.223
Total cuentas no operacionales UF	-1.410.972	-1.410.972	-1.410.972	-1.410.972	-1.410.972

Tabla 27: Proyección cuentas no operacionales

6.4 Estados financieros proyectados

En base a las proyecciones realizadas en los puntos anteriores a continuación se presenta la proyección del Estado de Resultados para Wal-Mart Chile S.A, la tasa de impuestos considerada corresponde a un 27% para los periodos estimados.

	2016 obs.	2016 2° sem.	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias	74.555.179	84.695.635	170.366.520	180.655.149	190.085.084	199.398.333
Costo de ventas	-53.368.089	- 61.292.496	- 122.663.895	- 130.071.707	- 136.861.261	- 143.566.800
Ganancia bruta	21.187.089	23.403.138	47.704.643	50.585.460	53.225.843	55.833.553
Otros ingresos	203.817	433.186	681.466	722.621	760.340	797.593
Costos de distribución	-144.397	- 1.448.111	- 1.703.665	- 1.806.551	- 1.900.851	- 1.993.983
Gastos de administración	-14.449.024	- 12.910.266	- 29.268.968	- 31.036.555	- 32.656.617	- 34.256.634
Depreciación y amortización	-1.970.561	- 2.520.311	- 4.804.336	- 5.094.475	- 5.360.399	- 5.623.033
Otros gastos, por función	-1.016.369	- 576.139	- 1.703.665	- 1.806.551	- 1.900.851	- 1.993.983
Otras ganancias (pérdidas)	-55.021	48.651	- 6.815	- 7.226	- 7.603	- 7.976
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	3.755.534	6.430.148	10.898.660	11.556.721	12.159.861	12.755.537
Ingresos financieros	2.918	2.483	5.401	5.401	5.401	5.401
Costos financieros	-338.082	- 551.021	- 889.103	- 889.103	- 889.103	- 889.103
Diferencias de cambio	135.731	- 204.954	- 69.223	- 69.223	- 69.223	- 69.223
Resultados por unidades de reajuste	-264.838	- 193.210	- 458.048	- 458.048	- 458.048	- 458.048
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	3.291.263	5.483.446	9.487.687	10.145.748	10.748.888	11.344.564
Gasto por impuestos a las ganancias		- 1.480.531	- 2.561.675	- 2.739.352	- 2.902.200	- 3.063.032
Ganancia (pérdida)		4.002.916	6.926.011	7.406.396	7.846.688	8.281.532

Tabla 28: Estado de resultados proyectado para la empresa

7 Proyección de flujos de caja

7.1 Flujo de caja bruto

7.1.1 Depreciación y amortización

Los datos históricos de depreciación y amortización de Wal-Mart Chile S.A. se utilizan para realizar la proyección, considerando el porcentaje que ambas cuentas representan sobre el total de ingresos por actividades ordinarias, en el análisis de esta información es posible observar cierto grado de estabilidad, por lo que se considera adecuado utilizar el promedio de este porcentaje entre los años 2012 y 2015 para determinar el valor constante a utilizar en los flujos futuros.

	2012	2013	2014	2015	
Ingresos de actividades ordinarias UF	126.650.919	135.970.193	140.539.306	148.832.536	promedio
Depreciación UF	2.954.985	3.312.115	3.569.330	3.789.304	
Amortización UF	300.786	270.309	345.950	311.361	
Total UF	3.255.771	3.582.424	3.915.280	4.100.665	
% de los ingresos	2,57%	2,63%	2,79%	2,76%	2,82%

Tabla 29: Flujo observado depreciación y amortización

Dado lo anterior la depreciación y amortización proyectada de Wal-Mart Chile S.A. se presenta a continuación:

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias proyectado UF	159.435.127	170.563.699	180.864.236	190.305.085	199.629.113
% estimado depreciación y amortización	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%
Depreciación y amortización proyectada UF	4.490.873	4.804.336	5.094.475	5.360.399	5.623.033

Tabla 30: Proyección depreciación y amortización

7.1.2 Proyección flujo de caja bruto

Para la obtención del flujo de caja bruto se efectúan los siguientes ajustes:

	2016 2° sem.	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias	84.695.635	170.366.520	180.655.149	190.085.084	199.398.333
Costo de ventas	- 61.292.496	- 122.663.895	- 130.071.707	- 136.861.261	- 143.566.800
Ganancia bruta	23.403.138	47.704.643	50.585.460	53.225.843	55.833.553
Otros ingresos	433.186	681.466	722.621	760.340	797.593
Costos de distribución	- 1.448.111	- 1.703.665	- 1.806.551	- 1.900.851	- 1.993.983
Gastos de administración	- 12.910.266	- 29.268.968	- 31.036.555	- 32.656.617	- 34.256.634
Depreciación y amortización	- 2.520.311	- 4.804.336	- 5.094.475	- 5.360.399	- 5.623.033
Otros gastos, por función	- 576.139	- 1.703.665	- 1.806.551	- 1.900.851	- 1.993.983
Otras ganancias (pérdidas)	48.651	- 6.815	- 7.226	- 7.603	- 7.976
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	6.430.148	10.898.660	11.556.721	12.159.861	12.755.537
Ingresos financieros	2.483	5.401	5.401	5.401	5.401
Costos financieros	- 551.021	- 889.103	- 889.103	- 889.103	- 889.103
Diferencias de cambio	- 204.954	- 69.223	- 69.223	- 69.223	- 69.223
Resultados por unidades de reajuste	- 193.210	- 458.048	- 458.048	- 458.048	- 458.048
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5.483.446	9.487.687	10.145.748	10.748.888	11.344.564
Gasto por impuestos a las ganancias	- 1.480.531	- 2.561.675	- 2.739.352	- 2.902.200	- 3.063.032
Ganancia (pérdida)	4.002.916	6.926.011	7.406.396	7.846.688	8.281.532
Depreciación y Amort	2.520.311	4.804.336	5.094.475	5.360.399	5.623.033
Ingresos Financieros (Desp. Imp)	- 1.813	- 3.943	- 3.943	- 3.943	- 3.943
Costos Financieros (Desp. Imp)	402.246	649.045	649.045	649.045	649.045
Resultados U. Reajuste	193.210	458.048	458.048	458.048	458.048
Diferencia de cambio	204.954	69.223	69.223	69.223	69.223
Flujo de Caja Bruto	7.321.824	12.902.721	13.673.245	14.379.461	15.076.938

Tabla 31: Flujo de caja bruto proyectado

7.2 Flujo de caja libre

7.2.1 Inversión de reposición

La inversión en reposición ha sido considerada como un porcentaje de la depreciación y amortización, en este caso el porcentaje corresponde a un 40% de la depreciación y amortización:

	2016	2017	2018	2019	2020
Depreciación y amortización proyectada UF	2.520.311	4.804.336	5.094.475	5.360.399	5.623.033
% estimado inversión de reposición	40%	40%	40%	40%	100%
Inversión de reposición proyectada UF	1.008.125	1.921.734	2.037.790	2.144.160	5.623.033

Tabla 32. Inversión de reposición proyectada

7.2.2 Inversión en nuevo activo fijo

Los datos históricos de propiedades plantas y equipos extraídos de los estados financieros de Wal-Mart Chile S.A. se utilizan para realizar la proyección, considerando el porcentaje esta cuenta representa sobre el total de ingresos por actividades ordinarias, en el análisis de esta información es posible observar que se han producido eficiencias que disminuyen el porcentaje de las ventas que representan los activos fijos, por lo que se considera adecuado utilizar el promedio de este porcentaje entre los años 2014 y 2015 para determinar el valor constante a utilizar en los flujos futuros.

	2012	2013	2014	2015	
Ingresos de actividades ordinarias UF	126.650.919	135.970.193	140.539.306	148.832.536	promedio
Propiedades plantas y equipos UF	48.774.378	51.535.705	52.997.696	49.146.461	
% de los ingresos	38,5%	37,9%	37,7%	33,0%	35,37%

Tabla 33: Activos fijos observados

Dado lo anterior se realiza la proyección de activos de Wal-Mart Chile S.A. y se obtiene la inversión en nuevo activo fijo al realizar la diferencia respecto del periodo anterior, para el año 2016 se mantiene la cantidad de activos fijos determinada a junio:

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias proyectado UF	159.435.127	170.563.699	180.864.236	190.305.085	199.629.113
% estimado proyección de activos	36,78%	36,78%	36,78%	36,78%	36,78%
Proyección de activos UF	48.162.402	62.743.831	66.533.002	70.005.928	73.435.879
Inversión en nuevo activo fijo		3.931.156	3.638.653	3.334.969	

Tabla 34: Inversión en nuevo activo fijo proyectada

7.2.3 Inversión en capital de trabajo

La estimación de la inversión en capital de trabajo se ha realiza calculando el RCTON promedio, para esto se obtiene en primer lugar el capital de trabajo operativo neto o CTON a partir de las cuentas: deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, inventarios corrientes, cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar del balance de Wal-Mart Chile S.A.

	2012	2013	2014	2015	2016*
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	13.220.429	12.851.747	12.696.057	15.967.467	14.866.272
Inventarios corrientes	10.732.775	12.234.218	12.735.331	14.606.734	12.858.212
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	20.644.537	21.068.572	18.691.666	23.723.384	20.855.687
CTON	3.308.668	4.017.393	6.739.721	6.850.817	6.868.798
Ingresos de actividades ordinarias	126.650.919	135.970.193	140.539.306	148.832.536	74.555.179
RCTON	2,61%	2,95%	4,80%	4,60%	-
Días De Capital de Trabajo	9,54	10,78	17,50	16,80	-

*al 30 de Junio.

Tabla 35: Cálculo RCTON

El RCTON promedio que se obtiene del proceso anterior es de 3,74%, con esto y en relación a las ventas proyectadas se obtiene la inversión en capital de trabajo proyectada.

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias proyectado UF	159.250.814	170.366.520	180.655.149	190.085.084	199.398.333
Proyección aumento próximo periodo	11.115.707	10.288.629	9.429.935	9.313.249	
RCTON	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	
Inversión en capital de trabajo	415.886	384.941	352.814	348.448	

Tabla 36: Inversión en capital de trabajo proyectada

7.2.4 Proyección flujo de caja libre

A partir del flujo de caja bruto, se considera la inversión en reposición, la inversión en activo fijo y la inversión en capital de trabajo para la obtención del flujo de caja libre:

	2016 2° sem.	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias	84.695.635	170.366.520	180.655.149	190.085.084	199.398.333
Costo de ventas	- 61.292.496	- 122.663.895	- 130.071.707	- 136.861.261	- 143.566.800
Ganancia bruta	23.403.138	47.704.643	50.585.460	53.225.843	55.833.553
Otros ingresos	433.186	681.466	722.621	760.340	797.593
Costos de distribución	- 1.448.111	- 1.703.665	- 1.806.551	- 1.900.851	- 1.993.983
Gastos de administración	- 12.910.266	- 29.268.968	- 31.036.555	- 32.656.617	- 34.256.634
Depreciación y amortización	- 2.520.311	- 4.804.336	- 5.094.475	- 5.360.399	- 5.623.033
Otros gastos, por función	- 576.139	- 1.703.665	- 1.806.551	- 1.900.851	- 1.993.983
Otras ganancias (pérdidas)	48.651	- 6.815	- 7.226	- 7.603	- 7.976
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	6.430.148	10.898.660	11.556.721	12.159.861	12.755.537
Ingresos financieros	2.483	5.401	5.401	5.401	5.401
Costos financieros	- 551.021	- 889.103	- 889.103	- 889.103	- 889.103
Diferencias de cambio	- 204.954	- 69.223	- 69.223	- 69.223	- 69.223
Resultados por unidades de reajuste	- 193.210	- 458.048	- 458.048	- 458.048	- 458.048
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5.483.446	9.487.687	10.145.748	10.748.888	11.344.564
Gasto por impuestos a las ganancias	- 1.480.531	- 2.561.675	- 2.739.352	- 2.902.200	- 3.063.032
Ganancia (pérdida)	4.002.916	6.926.011	7.406.396	7.846.688	8.281.532
Depreciación y Amort	2.520.311	4.804.336	5.094.475	5.360.399	5.623.033
Ingresos Financieros (Desp. Imp)	- 1.813	- 3.943	- 3.943	- 3.943	- 3.943
Costos Financieros (Desp. Imp)	402.246	649.045	649.045	649.045	649.045
Resultados U. Reajuste	193.210	458.048	458.048	458.048	458.048
Diferencia de cambio	204.954	69.223	69.223	69.223	69.223
Flujo de Caja Bruto	7.321.824	12.902.721	13.673.245	14.379.461	15.076.938
Inversión en Reposición	- 1.008.125	- 1.921.734	- 2.037.790	- 2.144.160	- 5.623.033
Inv. Nuevos Activos	-	- 3.931.156	- 3.638.653	- 3.334.969	
Inv. Capital de Trabajo	- 415.886	- 384.941	- 352.814	- 348.448	
Flujo de Caja Libre	5.897.814	6.664.889	7.643.988	8.551.884	9.453.905

Tabla 37: Flujo de caja libre proyectado

7.3 Valor de la empresa

Para el cálculo del Flujo de caja del valor terminal se considera una perpetuidad sin crecimiento en base al flujo del 2020. El valor de la empresa se obtiene descontando este flujo a la tasa 5,55% obtenida en la sección 5.2. Dicha tasa corresponde al costo medio ponderado de capital o WACC que se estimó para Wal-Mart Chile S.A.

	2016 2° sem.	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Libre	5.897.814	6.664.889	7.643.988	8.551.884	9.453.905
Valor Terminal					170.228.755
Flujo de caja a Descontar	5.897.814	6.664.889	7.643.988	8.551.884	179.682.660

Tabla 38: Flujo de caja a descontar

Al descontar el flujo proyectado a la tasa de 5,55% se obtiene un valor de la empresa de UF 166.531.026,62 cabe señalar que el descuento de los flujos 2017-2020 se realizó a la tasa anual hasta final del año 2016, a contar de dicho periodo se descontó un semestre hasta junio de 2016.

8 Valoración económica del precio de la acción

8.1 Activos prescindibles

De acuerdo a lo observado en el análisis de los activos no operacionales de Wal-Mart Chile S.A. en la sección 6.5, los activos prescindibles que no son parte de los resultados operacionales de la empresa son los siguientes, valorados al 30 de junio de 2016, son los siguientes:

	2016*
Otros activos financieros corrientes UF	102.851
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes UF	0
Activos corrientes totales UF	102.851
Otros activos financieros no corrientes UF	0
Inversiones contabilizadas utilizando método participación UF	0
Plusvalía UF	-
Total de activos no corrientes UF	0
Total de activos prescindibles UF	102.851

Tabla 39: Activos prescindibles de la empresa

8.2 Déficit (exceso) de capital de trabajo

A partir de los cálculos realizados en la sección 8.2 para la inversión en capital de trabajo, se obtiene el exceso de capital de trabajo:

Capital de Trabajo a Finales de 2016	5.958.247
Capital de Trabajo a Junio de 2016 (Observado)	6.868.798
Exceso de Capital de Trabajo	910.550

Tabla 40: Exceso capital de trabajo de la empresa

8.3 Proyección valor de la acción

Utilizando el valor de la deuda financiera obtenido en la sección 4.1 del documento y en base al análisis realizado y los supuestos establecidos en el modelo de valorización por flujos de caja descontados se obtiene el valor de la acción para Wal-Mart Chile S.A. al 30 de junio de 2016:

Valor Activos Operacionales	\$ 166.531.026,62
Superávit de Capital de Trabajo (+)	910.550
Activos Prescindibles (+)	102.851
Valor Total de la Empresa (al 30/06/2016)	\$ 167.544.427,65
Deuda Financiera (-)	-34.783.272
Valor Patrimonio Económico UF (al 30/06/2016)	132.761.156
Número de acciones	6.520.000.000
Precio de la acción UF	0,0204
Precio de la acción \$ (al 30/06/2016)	530,48

Tabla 41: Precio de la acción

9 Conclusiones

El objetivo de este trabajo ha sido determinar el valor de la empresa Wal-Mart Chile S.A. utilizando para ello el método de flujo de caja descontado, y de acuerdo al valor obtenido determinar también el precio de la acción de la Empresa

El precio de la acción obtenido a partir de estos cálculos es de \$530,48 por acción, lo cual es inferior en un 18,3% al precio de mercado de \$649 que tenía la acción en esa fecha.

Dado que la empresa solicitó la cancelación de su registro de inscripción en la Superintendencia de Valores y Seguros, solo fue posible contar con información al 30 de junio de 2016, ya que en forma posterior a dicha fecha la empresa no tiene obligación de publicar sus estados financieros en Chile.

La proyección de los ingresos se realizó considerando los promedios móviles de los últimos cuatro periodos, lo cual resulta conservador al ser decreciente en el tiempo, contrario a lo que presentan los datos históricos de la empresa. Por otra parte la estimación de los gastos operacionales y no operacionales se realizó también de forma conservadora considerando el promedio del porcentaje que cada cuenta representa sobre los ingresos de la empresa.

La estrategia de financiamiento de Wal-Mart Chile S.A. cambiando su deuda por el financiamiento de su controlados Walt-Mart Stores Inc. Impacta en la estructura de capital de la empresa.

Bibliografía

- Adam Siade, Juan Alberto. “Los métodos de Valuación de Empresas y su Relación con la Capacidad de las Organizaciones para Generar Valor”, 2005.
- Aswath, Damodaran. “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, Segunda Edición 2002.
- “Finanzas Corporativas Teoría y Práctica”, Carlos Maquieira V., Editorial Andrés Bello, Tercera Edición, abril 2014
- “Memoria Anual 2012”, Wal-Mart Chile S.A., diciembre 2012.
™
- “Memoria Anual 2013”, Wal-Mart Chile S.A., diciembre 2013. ™
- “Memoria Anual 2014”, Wal-Mart Chile S.A., diciembre 2014.
- “Memoria Anual 2015”, Wal-Mart Chile S.A., diciembre 2015. ™
- “Estados Financieros Wal-Mart Chile S.A.”, junio 2016.
- “Damodaran on line”, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Anexos

Anexo 1: estimación beta de la acción

	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	-0,139668	-0,177928	0,140582	0,217007	0,007913
p-value (significancia)	0,4795	0,322	0,6223	0,4427	0,9011

Dependent Variable: __VAR__WMT
 Method: Least Squares
 Date: 09/10/17 Time: 08:48
 Sample (adjusted): 1 101
 Included observations: 101 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002482	0.001633	1.519978	0.1317
__VAR__IGPA	0.007913	0.063539	0.124540	0.9011
R-squared	0.000157	Mean dependent var	0.002489	
Adjusted R-squared	-0.009943	S.D. dependent var	0.016323	
S.E. of regression	0.016404	Akaike info criterion	-5.363015	
Sum squared resid	0.026639	Schwarz criterion	-5.311231	
Log likelihood	272.8323	Hannan-Quinn criter.	-5.342051	
F-statistic	0.015510	Durbin-Watson stat	1.673214	
Prob(F-statistic)	0.901140			

Dependent Variable: __VAR__WMT
 Method: Least Squares
 Date: 09/10/17 Time: 08:46
 Sample (adjusted): 7/01/2013 6/29/2015
 Included observations: 101 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.005649	0.004269	1.323312	0.1888
__VAR__IGPA	0.217008	0.281563	0.770726	0.4427
R-squared	0.005964	Mean dependent var	0.005551	
Adjusted R-squared	-0.004076	S.D. dependent var	0.042798	
S.E. of regression	0.042886	Akaike info criterion	-3.440961	
Sum squared resid	0.182078	Schwarz criterion	-3.389177	
Log likelihood	175.7685	Hannan-Quinn criter.	-3.419997	
F-statistic	0.594019	Durbin-Watson stat	1.988198	
Prob(F-statistic)	0.442705			

Dependent Variable: __VAR__WMT
 Method: Least Squares
 Date: 09/10/17 Time: 08:45
 Sample (adjusted): 1 105
 Included observations: 105 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008545	0.004338	1.969682	0.0516
__VAR__IGPA	0.140582	0.284568	0.494018	0.6223
R-squared	0.002364	Mean dependent var	0.008414	
Adjusted R-squared	-0.007322	S.D. dependent var	0.044211	
S.E. of regression	0.044373	Akaike info criterion	-3.373516	
Sum squared resid	0.202801	Schwarz criterion	-3.322965	
Log likelihood	179.1096	Hannan-Quinn criter.	-3.353032	
F-statistic	0.244054	Durbin-Watson stat	2.105485	
Prob(F-statistic)	0.622346			

Dependent Variable: __VAR__WMT
 Method: Least Squares
 Date: 09/10/17 Time: 08:44
 Sample (adjusted): 7/04/2011 7/01/2013
 Included observations: 105 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002044	0.003570	0.572441	0.5683
__VAR__IGPA	-0.177928	0.178783	-0.995215	0.3220
R-squared	0.009524	Mean dependent var	0.002269	
Adjusted R-squared	-0.000092	S.D. dependent var	0.036509	
S.E. of regression	0.036511	Akaike info criterion	-3.763534	
Sum squared resid	0.137306	Schwarz criterion	-3.712982	
Log likelihood	199.5855	Hannan-Quinn criter.	-3.743049	
F-statistic	0.990453	Durbin-Watson stat	2.057824	
Prob(F-statistic)	0.321964			

HECHO ESENCIAL
WALMART CHILE S.A.
(Inscripción Registro de Valores N° 1131)

Santiago, 8 de junio de 2016

Señor
Superintendente
Superintendencia de Valores y Seguros
Presente

Ref.: Comunica acuerdo de cancelación de registro de sociedad y sus acciones en el Registro de Valores y en las bolsas de valores del país.

De nuestra consideración:

De acuerdo a lo establecido en el artículo 9 y en el inciso 2° del artículo 10 de la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores, y en la Norma de Carácter General N° 30 de vuestra Superintendencia, debidamente facultada al efecto, vengo en informar a Ud., en carácter de hecho esencial respecto de Walmart Chile S.A. (la "Sociedad"), sus valores de oferta pública y la oferta de ellos, que en Junta Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, celebrada con fecha 8 de junio de 2016 (la "Junta"), se acordó la cancelación voluntaria de la inscripción de la Sociedad y sus acciones en el Registro de Valores de vuestra Superintendencia y en las bolsas de valores de Chile, conforme a lo dispuesto en el inciso 6° del artículo 2° de la Ley N° 18.046, sobre Sociedades Anónimas y en la letra a) del artículo 15 de la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores.

En conformidad a lo dispuesto en el inciso 6° del artículo 2°, en el número 7 del artículo 69 de la Ley N° 18.046, sobre Sociedades Anónimas y demás normas legales y reglamentarias pertinentes, la aprobación de la cancelación antes señalada concede al accionista disidente el derecho a retirarse de la Sociedad, previo pago por ésta del valor de sus acciones.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 70 de la Ley N° 18.046, sobre Sociedades Anónimas y 127 de su Reglamento, se considerará accionista disidente a aquel que en la Junta se opuso al acuerdo que da derecho a retiro; o bien que, no habiendo concurrido a la Junta, manifieste su disidencia por escrito a la Sociedad dentro del plazo de 30 días contado desde la fecha de la Junta, esto es, hasta el 8 de julio de 2016. El derecho a retiro deberá ejercerse por el total de acciones que el accionista disidente tenía inscritas a su nombre en el Registro de Accionistas de la Sociedad al momento que determina su derecho a participar en la Junta, esto es, a la medianoche del día 2 de junio de 2016 y que mantenga a la fecha en que comunique a la Sociedad su intención de retirarse.

El ejercicio del derecho a retiro se efectuará por carta certificada enviada a la Sociedad o por presentación escrita entregada en el lugar en que funcione la Gerencia. Para los efectos de lo anterior, se deja especial constancia que la Gerencia de la Sociedad funciona en las oficinas de Avenida del Valle N° 725, piso 5, comuna de Huechuraba, Santiago. Para efectos de computar los plazos que correspondan, se considerará como fecha de ejercicio del derecho la fecha de recepción por parte de la Sociedad de la comunicación en la forma señalada. Si dicha comunicación hubiere sido enviada por carta certificada, se considerará como fecha de recepción el tercer día hábil siguiente al de su entrega en las oficinas de correos. En la comunicación en que ejerza su derecho a retiro, el accionista disidente deberá expresar su voluntad de retirarse de la Sociedad.

Anexo 2: Costo de la deuda

Nota del balance:

12.1. Saldos y transacciones con entidades relacionadas

Las transacciones entre la Sociedad y sus afiliadas, corresponden a operaciones habituales en cuanto a su objeto y condiciones. Estas transacciones han sido eliminadas en el proceso de consolidación y no se desglosan en esta nota.

Condiciones de los saldos y transacciones con empresas relacionadas:

El saldo por pagar a Wal-mart Store Inc., y Asda Store Ltd. corresponde a una cuenta corriente mercantil.

El saldo por pagar de largo plazo a la Sociedad Inversiones Australes Uno Ltda., afiliada de Wal-Mart Stores Inc., corresponde a un préstamo otorgado en diciembre de 2009 por Inversiones Australes Dos Ltda., quien posteriormente lo endosa a Inversiones Australes Uno Ltda. en diciembre de 2010. Este préstamo está expresado en unidades de fomento a una tasa de interés actual del 4,1% anual, cuyo vencimiento es el 16 de diciembre de 2019. Esta obligación tiene pagos de intereses semestrales. Esta deuda no se encuentra garantizada.

El saldo por pagar de largo plazo a la Sociedad Inversiones Australes Cinco Ltda., afiliada de Wal-Mart Stores Inc., corresponde a un préstamo otorgado en diciembre de 2009, expresado en unidades de fomento a una tasa de interés actual del 4,32% anual, cuyo vencimiento es el 10 de junio de 2019. Esta obligación tiene pagos de intereses semestrales. Esta deuda no se encuentra garantizada.

En febrero 2013 se firmó un nuevo acuerdo entre Walmart Chile S.A. y la sociedad Inversiones Australes Uno Ltda. en el cual se reduce la tasa de interés desde el 4,32% a 3,89%. Esta nueva tasa es aplicable sobre UF 6.200.000 del total de capital adeudado por Walmart Chile a Inversiones Australes Uno Ltda. por préstamo otorgado en diciembre de 2009 (total capital adeudado UF 9.735.731,21).

El saldo por pagar de largo plazo a la Sociedad WM Global Financial Corp., afiliada de Wal-Mart Stores, Inc. corresponde a un préstamo otorgado el 23 de diciembre de 2014, expresado en unidades de fomento a una tasa de interés actual del 3,29% anual, cuyo vencimiento es el 05 de octubre de 2034. Esta obligación tiene pagos de intereses semestrales. Esta deuda no se encuentra garantizada. El saldo por pagar a corto plazo corresponde a los intereses por pagar devengados a la fecha de cierre.

Anexo 3: Estimación beta Damodaran

Date updated:	05-ene-16					
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu					
What is this data?	Total Beta (beta for completely undiversified investor)					Emerging Markets
Home Page:	http://www.damodaran.com					
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html					
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls					
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm					
<i>IndustryName</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Average Unlevered Beta</i>	<i>Average Levered Beta</i>	<i>Average correlation</i>	<i>Total Unlevered Beta</i>	<i>Total Levered Beta</i>
Retail (Grocery and Food)	14	0.46	0.69	27.87%	1.66	14

Anexo 4: Estimación de ventas

La fuente de información histórica de ventas de supermercados a utilizar es el “índice de Ventas de Supermercados, Base promedio Año 2014”.

La base histórica de Ventas contiene información desde enero 2014 a agosto 2017.

Se proyectan los meses de septiembre, octubre, noviembre y diciembre utilizando el Siguiete Supuesto:

Se consideran los crecimientos de ventas de septiembre sobre agosto de los años 2014, 2015, 2016 con una relevancia del 10%, 20% y 70% respectivamente.

La resultante es utilizada como crecimiento de septiembre 2017 sobre agosto del mismo año, octubre sobre septiembre, noviembre sobre octubre y diciembre sobre noviembre.

Como resultante del índice de ventas proyectadas para el 2017 es de 3,34% sobre el año 2016.

Meses	2014	2015	2016	2017
Enero	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Febrero	-0,47%	-2,23%	1,52%	-2,32%
Marzo	13,49%	10,28%	5,05%	8,61%
Abril	-6,55%	-5,57%	-3,04%	0,23%
Mayo	4,14%	5,53%	-0,44%	-6,88%
Junio	-2,60%	-4,91%	-3,20%	0,51%
Julio	-2,06%	0,32%	7,57%	5,13%
Agosto	10,76%	6,82%	-4,57%	-2,86%
Septiembre	-4,70%	-4,79%	4,23%	1,53%
Octubre	4,79%	5,91%	5,43%	5,46%*
Noviembre	-1,41%	-1,64%	-5,52%	-4,33%*
Diciembre	21,82%	22,75%	25,28%	24,43%*
Crec. Anual	0,00%	8,39%	6,07%	3,34%

Proyección de Mercado

Se estima un crecimiento de Mercado del año 2017 de un 3,34% y del año 2018 al 2020 se utiliza un supuesto que crece en el 2018 un 5,93%, 2019 un 5,11% y 2020 4,79%. Los crecimientos desde el 2018 son en función de la ponderación de los crecimientos de los últimos tres años móviles.

Proyección de Ventas Wal-Mart Chile

Para Obtener la venta proyectada de Wal-Mart Chile en el año 2017 se utilizan siguientes supuestos:

Participación de Mercado del año 2015 y 2016 (agosto), donde se obtienen que Wal-Mart Chile participa en el mercado de supermercados un 40,68% y 41,08% respectivamente).

Crecimiento de años anteriores.

Desde el año 2017 en adelante se utiliza una perpetuidad de crecimiento de participación de mercado de 1BPS hasta el 2020 basados en la resultante del punto número 2.

Proyección de Ventas

CLP. MM\$

MM\$	2015	2016	2017*	2018	2019	2020
Ventas Mercado	9.377	9.947	10.279	10.889	11.446	11.994
Crecimiento %	8,39%	6,07%	3,34%	5,93%	5,11%	4,79%
Wal-Mart Chile	3.814	4.086	4.371	4.635	4.877	5.116
Crecimiento %	15,23%	7,12%	6,98%	6,04%	5,22%	4,90%
Participación Mercado	40,68%	41,08%	42,53%	42,57%	42,61%	42,66%