



# **VALORACIÓN WAL-MART CHILE S.A. MEDIANTE MÉTODO DE MULTIPLOS**

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

**Alumno: Cesar Mora Arriagada  
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

**Santiago, Enero de 2018**

## Índice de contenidos

1	Metodología.....	6
2	Descripción de la empresa e industria.....	6
2.1	Descripción de Wal-Mart Chile S.A.....	12
2.2	Actividades.....	13
2.3	Accionistas.....	13
2.4	Regulación.....	14
2.5	Descripción de la industria.....	15
2.5.1	Supermercados.....	15
2.5.2	Servicios Financieros.....	15
2.5.3	Inmobiliaria.....	16
2.6	Descripción del financiamiento de la Wal-Mart Chile S.A.....	16
3	Estimación de la estructura de capital de la empresa.....	17
3.1	Deuda financiera.....	17
3.2	Patrimonio económico.....	17
3.2.1	Estructura Capital objetivo.....	18
4	Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa, Costo de Capital de la Empresa...19	
4.1	Beta de la acción.....	19
4.2	Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	19
4.2.1	Costo de la deuda.....	19
4.2.2	Beta de la deuda.....	19
4.2.3	Beta patrimonial sin deuda.....	20
4.2.4	Beta patrimonial con deuda proyectada.....	20
4.2.5	Estimación costo patrimonial.....	21
4.2.6	Estimación costo de capital.....	22
5	Valoración Wal-Mart Chile S.A. por Múltiplos.....	23
5.1	Selección empresas comparables.....	23
5.2	Múltiplos de la industria.....	24
5.2.1	Múltiplos de ganancias.....	24

5.2.2	Múltiplos de valor libro.....	26
5.2.3	Múltiplos de ingresos.....	26
5.3	Estimación de la Acción de Wal-Mart Chile S.A.....	28
6	Conclusiones.....	29
	Bibliografía .....	30
	Anexos .....	31
	Anexo 1: estimación beta de la acción .....	31
	Anexo 2: Costo de la deuda .....	33
	Anexo 3: Estimación beta Damodaran .....	34

## Índice de tablas

Tabla 1: Ficha de la empresa .....	13
Tabla 2: Principales accionistas de la empresa .....	14
Tabla 3: Deuda financiera de la empresa .....	17
Tabla 4: Patrimonios económico de la empresa .....	17
Tabla 5: Estructura de capital objetivo de la empresa.....	18
Tabla 6: Ítems contables CENCOSUD.....	24
Tabla 7: Múltiplos CENCOSUD .....	27
Tabla 8: Ítems contables Wal-Mart Chile S.A.....	28
Tabla 9: Valoración Wal-Mart Chile S.A.....	28

## **Resumen Ejecutivo**

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

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 LíderMaterCard, 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 fondos<sup>1</sup>. 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 comparables<sup>2</sup>.

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 valorización de bancos e instituciones financieras. Para el

---

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

<sup>2</sup>Maquieira, 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

$\text{DPA}_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

#### **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.

---

<sup>3</sup>Fernández, 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.<sup>4</sup>

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

---

<sup>4</sup>Aswath 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 ellos<sup>5</sup>:

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

---

<sup>5</sup>Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con 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 m<sup>2</sup> 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, Lider.cl, SúperBodegaaCuenta 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 LíderMaterCard.

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 BancoCentral, 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 la 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
<b>Deuda Financiera (UF)</b>	<b>35.558.060,03</b>	<b>38.417.140,48</b>	<b>44.847.093,24</b>	<b>33.670.875,42</b>	<b>34.783.271,65</b>

\*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
<b>Patrimonio Económico (UF)</b>	<b>74.218.228,39</b>	<b>125.871.101,81</b>	<b>135.021.987,97</b>	<b>135.594.357,82</b>	<b>162.423.945,58</b>

\*al 30 de Junio.

**Tabla 4: Patrimonios económico de la empresa**

### 3.2.1 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*	<b>Estructura de Capital Objetivo</b>
B/V	32,4%	23,4%	24,9%	19,9%	17,6%	<b>18,8%</b>
P/V	67,6%	76,6%	75,1%	80,1%	82,4%	<b>81,2%</b>
B/P	47,9%	30,5%	33,2%	24,8%	21,4%	<b>23,1%</b>

**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:

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

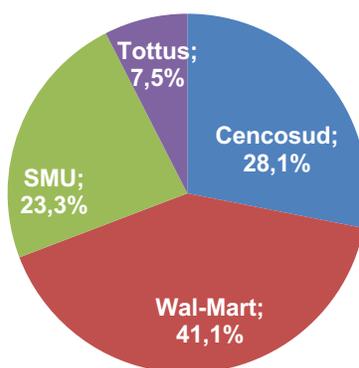
$$k_0 = 5,55\%$$

Esta tasa corresponde al costo de capital promedio ponderado (WACC)

## 5 Valoración Wal-Mart Chile S.A. por Múltiplos

### 5.1 Selección empresas comparables

Dentro de las opciones que se encuentran en el mercado chileno para realizar la comparación se observa que existen 4 empresas que concentran el 100% de participación, estas son: Cencosud, Wal-Mart, Tottus y SMU.



**Ilustración 1: Participación de mercado ventas supermercados**

Dentro de las opciones de comparables se descarta Tottus por su tamaño, de las dos restantes se decide optar en por Cencosud dado que es una empresa con una trayectoria muy similar a Wal-Mart y con modelos de negocios que les permite ser cada vez más competitivos. Si bien SMU tiene características similares se decide no considerarla dado que no tiene una historia bursatil representativa para esta evaluación.

Los números de Cencosud se presentan en la siguiente tabla

Ítem Contable	CENCOSUD	
	jun-15	jun-16
Price	1.538	1.889
Earnings	74.351.316.000	195.395.608.000
EV	7.139.454.420.887	8.448.198.257.034
Book value	4.229.558.026.000	3.994.088.396.000
Sales	5.269.755.834.000	4.991.183.705.000
Shares Out.	2.828.723.963	2.842.520.872
EBITDA	292.073.491.000	471.047.780.000
EBIT	186.123.311.000	365.729.208.000
cash	289.784.506.000	204.307.183.000
debt	3.078.095.727.000	3.283.552.017.000

**Tabla 6: Ítems contables CENCOSUD**

## 5.2 Múltiplos de la industria

### 5.2.1 Múltiplos de ganancias

#### Ratio Precio-Utilidad (PE)

Corresponde a la razón entre el precio de mercado de la acción y el beneficio por acción de la empresa e indica el número de veces que el beneficio neto anual de una entidad se encuentra incluido en el precio de una de las acciones de la misma. Un valor más elevado de este múltiplo indica que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio.

Se obtiene por medio de la siguiente expresión:

$$PE = \frac{\text{Precio de mercado de la acción}}{\text{Utilidad por acción}}$$

Los valores obtenidos son 58,52 y 27,48 a junio de 2015 y junio de 2016 respectivamente.

### **Ratio Valor de la Empresa/EBITDA (EV/EBITDA)**

Corresponde a la razón entre el valor de la empresa (valor de la deuda financiera + valor bursátil de patrimonio- caja) y el EBITDA. Este indicador mide el número de veces que debe repetirse el EBITDA hasta alcanzar el valor de la empresa (EV). Un menor valor de este múltiplo indica que una empresa es más eficiente al generar beneficios por encima de los recursos invertidos.

Se obtiene por medio de la siguiente expresión:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(Valor\ de\ Mercado\ Patrimonio + Valor\ de\ Mercado\ Deuda - Efectivo)}{EBITDA}$$

Los valores obtenidos son 23,45 y 17,5 a junio de 2015 y junio de 2016 respectivamente.

### **Ratio Valor de la Empresa/EBIT (EV/EBIT)**

Corresponde a la razón entre el valor de la empresa (valor de la deuda financiera + valor bursátil de patrimonio- caja) y el EBIT. Este indicador mide el número de veces que debe repetirse el EBIT hasta alcanzar el valor de la empresa (EV). Un menor valor de este múltiplo indica que una empresa es más eficiente al generar beneficios por encima de los recursos invertidos.

Se obtiene por medio de la siguiente expresión:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{(Valor\ de\ Mercado\ Patrimonio + Valor\ de\ Mercado\ Deuda - Efectivo)}{EBIT}$$

Los valores obtenidos son 38,36 y 23,1 a junio de 2015 y junio de 2016 respectivamente.

## 5.2.2 Múltiplos de valor libro

### Price to Book Equity Ratio (PBV)

Corresponde a la razón entre el precio de mercado del patrimonio y su valor contable. Permite determinar la rentabilidad de la inversión y su resultado representa una forma de comparar el valor de mercado, o el precio de cada acción con una medida conservadora del valor de la empresa

Se obtiene por medio de la siguiente expresión:

$$PBV = \frac{\text{Valor de Mercado Patrimonio}}{\text{Valor libro del Patrimonio}}$$

Los valores obtenidos son 1,03 y 1,34 a junio de 2015 y junio de 2016 respectivamente.

### Value to Book Ratio

Corresponde a la razón entre el valor de mercado del patrimonio mas el valor de mercado de la deuda y el valor libro de la deuda mas el valor libro de la deuda.

Se obtiene por medio de la siguiente expresión:

$$\text{Value to book ratio} = \frac{\text{Valor de mercado patrimonio} + \text{Valor de mercado deuda}}{\text{Valor libro patrimonio} + \text{Valor libro deuda}}$$

Los valores obtenidos son 1,02 y 1,19 a junio de 2015 y junio de 2016 respectivamente.

## 5.2.3 Múltiplos de ingresos

### Ratio Precio-Ventas (PS)

Corresponde a la razón entre el valor de mercado del patrimonio y los ingresos de la empresa, Indica cuanto los inversores estarían dispuestos a pagar por cada peso de ingresos, está relacionado con el crecimiento esperado de la empresa.

Se obtiene por medio de la siguiente expresión:

$$PS = \frac{\text{Valor de Mercado Patrimonio}}{\text{Ingresos}}$$

Los valores obtenidos son 0,83 y 1,08 a junio de 2015 y junio de 2016 respectivamente.

### Ratio Valor Empresa-Ventas (VS)

Corresponde a la razón entre el valor de la empresa (valor de la deuda financiera + valor bursátil de patrimonio- caja) y los ingresos de la empresa, es una medida de valoración que compara el valor de la empresa con las ventas de la compañía.

Se obtiene por medio de la siguiente expresión:

$$PS = \frac{(\text{valor de la deuda financiera} + \text{valor bursátil de patrimonio} - \text{caja})}{\text{Ingresos}}$$

Los valores obtenidos son 1,3 y 1,65 a junio de 2015 y junio de 2016 respectivamente.

Finalmente los múltiplos se presentan en la siguiente tabla, para su cálculo final se ha considerado el promedio de ambos periodos:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	CENCOSUD		
		jun-15	jun-16	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	58,52	27,48	43,00
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	23,45	17,50	20,48
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	38,36	23,10	30,73
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,03	1,34	1,19
	VALUE TO BOOK RATIO	1,02	1,19	1,10
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0,83	1,08	0,95
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,30	1,65	1,48

**Tabla 7: Múltiplos CENCOSUD**

### 5.3 Estimación de la Acción de Wal-Mart Chile S.A.

Los datos necesarios para realizar la estimación de la acción de Wal-Mart Chile S.A. fueron obtenidos de los estados financieros publicados por la empresa a junio de 2016:

WALMART	
Ítem contable	jun-16
PRECIO DE LA ACCIÓN	649,00
GANACIAS	119.882.181.000
EV	5.071.175.608.973
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	2.013.324.431.000
VENTAS	1.942.316.736.000
ACCIONES	6.520.000.000
EBITDA	149.176.632.000
EBIT	97.839.427.000
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	2.080.711.175.723
UTILIDAD POR ACCION	18,39

**Tabla 8: Ítems contables Wal-Mart Chile S.A.**

Utilizando los múltiplos de la industria y los datos contables de Wal-Mart Chile S.A. a junio de 2016 se genera el cuadro de valoración para obtener el precio estimado de la acción:

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	x	x	791
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	3.054.618.985.483	2.987.232.240.760	458
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	3.006.524.029.335	2.939.137.284.612	451
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	x	2.388.780.778.450	366
ENTERPRISE VALUE TO BOOK RATIO	3.956.645.248.256	3.889.258.503.533	342
PRICE TO SALES RATIO (PS)	x	1.846.530.925.812	283
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2.866.372.375.909	2.798.985.631.186	429

<b>Valor de la acción</b>	<b>446</b>
---------------------------	------------

**Tabla 9: Valoración Wal-Mart Chile S.A.**

La valoración de Wal-Mart Chile S.A. por el método de múltiplos entrega un precio promedio de la acción de \$446.

## 6 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 múltiplos comparables, 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 \$446 por acción, lo cual es inferior en un 30% 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.

Si bien el método de valoración por múltiplos comparables permite obtener de forma más rápida y sencilla una estimación del precio de la acción, resulta menos preciso ya que se requiere contar con empresas que sean similares, lo cual no se da para el caso de Wal-Mart Chile S.A., ya que sus competidores en Chile no presentan el mismo tamaño de participación en el negocio de supermercados, tienen poca presencia bursátil a la fecha de valoración o su negocio incluye además presencia en otras industrias o formatos.

## 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.
- “Damodaran on line”, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- “Estados Financieros Wal-Mart Chile S.A.”, junio 2016.
- “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.

## 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

<b>Date updated:</b>	05-ene-16					
<b>Created by:</b>	<a href="mailto:adamodar@stern.nyu.edu">Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu</a>					
<b>What is this data?</b>	Total Beta (beta for completely undiversified investor)					Emerging Markets
<b>Home Page:</b>	<a href="http://www.damodaran.com">http://www.damodaran.com</a>					
<b>Data website:</b>	<a href="http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html">http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html</a>					
<b>Companies in each industry:</b>	<a href="http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls">http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls</a>					
<b>Variable definitions:</b>	<a href="http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm">http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm</a>					
<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