Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación: HOME DEPOT

Autor: Guillermo Zschunke

DNI: 33.063.680

Director de tesis: Javier Epstein

Buenos Aires, Abril 2017

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo final de graduación (perfil profesional)

Valuación: HOME DEPOT

Autor: Guillermo Zschunke

DNI: 33.063.680

Director de tesis: Javier Epstein

Buenos Aires, Abril 2017

INDICE

1. RESUMEN EJECUTIVO 1

2. DESCRIPCION DE LA COMPAÑÍA 2

2.1. Introducción 2
2.2. Historia 3
2.3. Estructura 5
2.4. Descripción del negocio 6
2.5. Drivers de venta 8
2.6. Estrategias 9

3. ANALISIS DE LA INDUSTRIA 11

3.1. Variables de la industria 12
3.2. Posicionamiento 16

5. ANALISIS FINANCIERO 20

4.1 Ratios de Rentabilidad 20
4.2 Ratios de endeudamiento y solvencia 23
4.3 Ratios de Gestión 26
4.4 Otros indicadores de la industria 28
4.5 Comparación versus competidores 29
4.6 Conclusión análisis financiero 32

6. VALUACIÓN 33

6.1. Valuación por DCF 33
6.2. Escenarios Alternativos DCF 43
6.3. Valuación por Múltiplos 53

7. RIESGOS 57

8. CONCLUSIÓN 58

9. BIBLIOGRAFÍA 59

Universidad de San Andrés

1. RESUMEN EJECUTIVO

Con este trabajo se buscó obtener el valor de Home Depot (HD) a través de dos métodos de valuación: Descuento de Flujos de Caja Proyectos (DCF) y múltiplos. El primero se fundamenta en estimaciones realizadas sobre las principales variables que afectan la performance financiera de la compañía, es decir crecimiento de ventas, margen EBIT, gastos de administración y comercialización, inversión de mantenimiento (depreciación y amortización) y crecimiento (capex), costo de la deuda y tasa impositiva, entre otras variables. Mientras que con el segundo método se analizaron ratios de empresas comparables de la industria de la mejora del hogar, seleccionando de esta manera los múltiplos de P/E, EV/EBITDA y EV/Sales para estimar la valuación de la compañía.

La valuación por DCF se realizó bajo tres escenarios (base, optimista y pesimista), en los cuales se fueron consideraron tasas de crecimiento distintos, tanto para el horizonte de valuación considerado, como también en el crecimiento terminal, y se descontaron a la misma tasa de descuento arrojaron los siguientes valores de precio por acción, US$120, US$187 y US$82 respectivamente.

Solamente en el escenario optimista el precio por acción es más altos que la cotización al momento que se realizó el presente trabajo (US$128, precio de cierre al 30 de septiembre de 2016), es decir un 46,4% más alto que el precio actual. En cambio, en los escenarios base y pesimista, el precio por acción se encuentra por debajo de la cotización actual, reflejando una pérdida de 5,9% y 35,7%.

En el caso de la valuación por múltiplos, tanto el PE como el EV/Ventas, reflejaron resultados similares, levemente superior al a la cotización actual de la acción. Por el primero se obtuvo una valuación de US$133 por acción, y con el segundo múltiplo se obtuvo una valuación de US$132 por acción. Ambas valuaciones estarían por arriba del valor por acción que se obtuvo en el escenario base del DCF.

En el caso del múltiplo de EV/EBITDA, el mismo dio un resultado más bajo que los anteriores, inclusive por debajo de la valuación en el escenario base en el DCF, el cual fue de US$115 por acción, representado una pérdida de 10%.

A modo de resumen, la compañía cuenta actualmente con una posición de líder de la industria, esto permite a HD tener ventajas frente a sus competidores. De todos modos, la industria en la cual se encuentra, está fuertemente atada a los vaivenes de la economía y principalmente al nivel de actividad del mercado inmobiliario y precio de las viviendas, pudiendo ser una amenaza a esta posición de liderazgo.

Esta posición de líder de mercado y las condiciones actuales del mercado inmobiliario y las expectativas de evolución positivo que se tiene respecto al mismo, conjuntamente con los sólidos datos financieros que muestra la compañía trimestral y anualmente, nos permiten estimar que el valor de la acción de Home Depot debería estar entre la valuación obtenida mediante el DCF en el escenario base y los múltiplos de P/E y EV/Ventas, es decir entre US$120 y US$133 dólares por acción.

Universidad de San Andrés

2. DESCRIPCION DE LA COMPAÑÍA

2.1. Introducción

Home Depot Inc. (HD) es una empresa americana que forma parte de la industria de las mejoras del hogar (Home Improvement por sus siglas en ingles), siendo esta la de mayor capitalización de mercado en el sector de venta minorista. Según la revista Forbes, HD se encuentra ubicada en el puesto 112 en el ranking de las 2.000 empresas globales[1] y en el puesto 39 en el ranking de las empresas de mayor valor de mercado. Particularmente en la industria de mejoras del hogar está en la posición número 1.

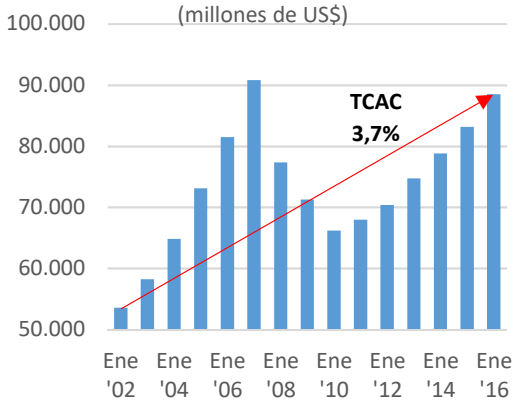
Actualmente la capitalización bursátil de HD se encuentra en US$ 159.600 millones, formando parte del índice S&P500 y el DJI (Dow Jones Industrial Average). Además, constituye el 4,58% de SPDR S&P Homebuilder, junto con otros de sus comparables como Lowe's, Williams-Sonoma, entre otros.

Gráfico 1: **Evolución de la acción HD vs S&P500**

Fuente Bloomberg

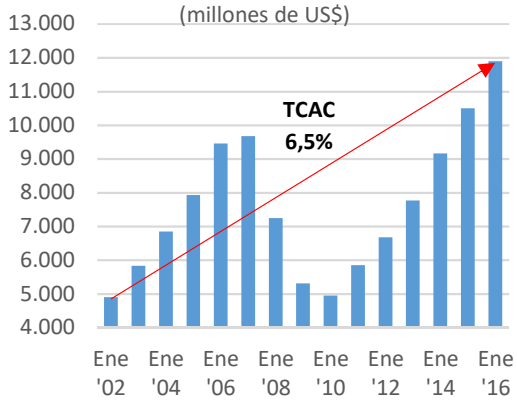
En el año 2015 la empresa reporto ventas por más de US$88.000 millones, con un crecimiento en las ventas de 6,4% respecto al año anterior, asimismo desde el año fiscal 2001 mostró una Tasa de Crecimiento Anual Compuesta (TCAC) de 3,7%. En cuanto a los resultados antes de intereses e impuestos (EBIT), en el año 2015 la compañía reporto un total de US$11.902 millones, es decir un 13,3% respecto al año anterior, presentando una TCAC de 6,5% respecto al año fiscal 2001.

Gráfico 2: **Evolución ventas 2002 - 2016**



Fuente Factset - Elaboración propia

Cuadro 3: **Evolución Resultado Operativo 2002 - 2016**

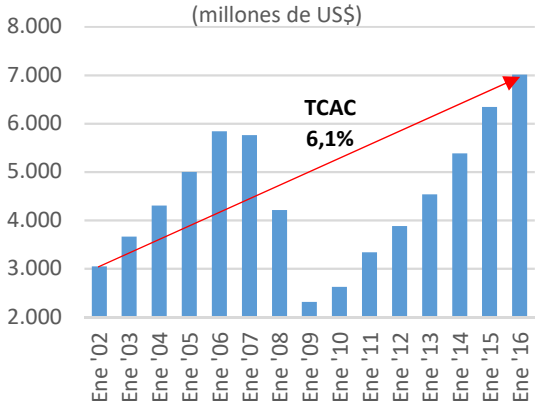


Fuente Factset - Elaboración propia

[1] Forbes utiliza Reuters y Factset como base de datos para el cálculo de las empresas más grandes respecto a cuatro métricas: Ventas, Resultado, Activos y Valor de mercado. Para este último, se toma como base de cálculo el cierre de precio de marzo de 2011, considerando la totalidad de las acciones comunes circulantes.

Siguiendo con la misma dirección, los resultados netos de compañía tuvieron una TCAC de 6,1%, ascendiendo el total reportado a un más de US$7.000 millones.

Gráfico 4: **Evolución Resultado Neto 2002-2016**



Fuente Factset - Elaboración propia

2.2. Historia

Desde sus inicios, sus fundadores construyeron la compañía con el objetivo de brindar a los consumidores los productos, servicios y conocimientos que ellos necesitan para la construcción de la casa de sus sueños. Esta consigna continúa siendo el slogan de la compañía.

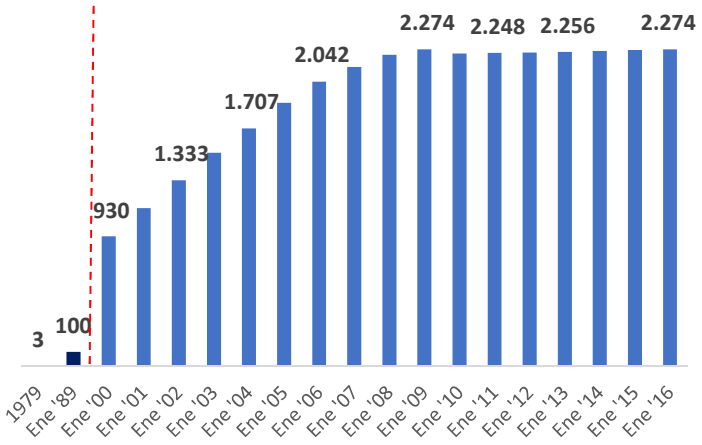
Home Depot Inc. fue fundada en 1978 a partir del sueño de Bernie Marcus y Arthur Blank, quienes tenían la visión de una súper tienda en la cual se pueda ofrecer una gran variedad de productos a buen precio y con personal altamente capacitado, quienes no solo vendan los productos sino también puedan acompañar a los clientes en su experiencia de compra y ayudándolos en la toma de decisiones.

Con ayuda financiera de un banquero, Ken Langone y Pat Farrah, un hombre con experiencia en marketing, abrieron los dos primeros locales en Atlanta en 1979.

Desde los primeros 60.000 metros cuadrados ofrecían una mayor cantidad de productos que ningún otro competidor, pero el negocio de la compañía eran los empleados altamente capacitados, quienes enseñaban a los clientes como usar las herramientas y reparar todo aquello que quisieran hacer en sus hogares. Luego, comenzaron a brindar asesoramiento en “hazlo tu mismo” o DIY, por sus siglas en inglés de “Do it yourself”.

El crecimiento de la compañía desde su creación en 1978 a la actualidad fue muy grande, esto se visualiza en el aumento de locales de la compañía, como así también a hechos relevantes que se fueron sucediendo. Algunos de estos son, la oferta pública en el NASDAQ en 1980, en 1988 fue incorporada en el índice del S&P500, en 1990 se convirtió en la empresa minorista más importante de su industria, en 1999 fue incorporada al índice de Dow Jones Industrial Average, en 2002 se expandió a México a través de la adquisición de la empresa Del Norte, entre otros hechos que fueron marcando el sostenido crecimiento de la compañía a lo largo de estos años.

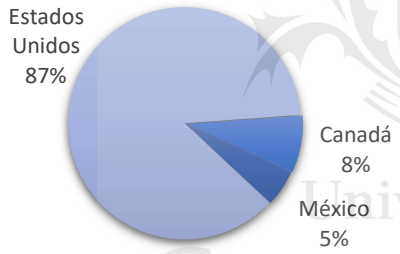
Gráfico 5: **Crecimiento locales 1979 - 2016**

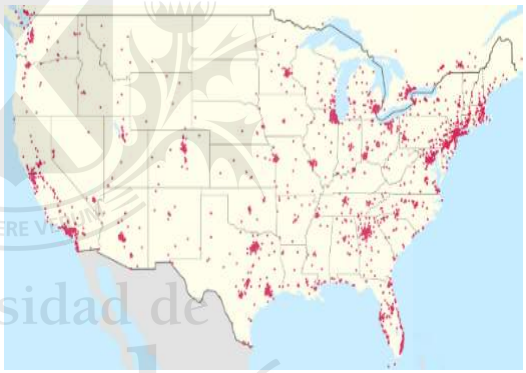


Fuente Factset - Elaboración propia

En cuanto a la geolocalización y estructura de locales, HD tiene presencia en tres países: EEUU, Canadá y México. En el reporte del segundo trimestre de 2016, HD cuenta con un total de 2.275 locales, de los cuales 1.977 se encuentran en Estados Unidos, 182 en Canadá y 116 en México.

Gráfico 6: **Cantidad de locales por país**



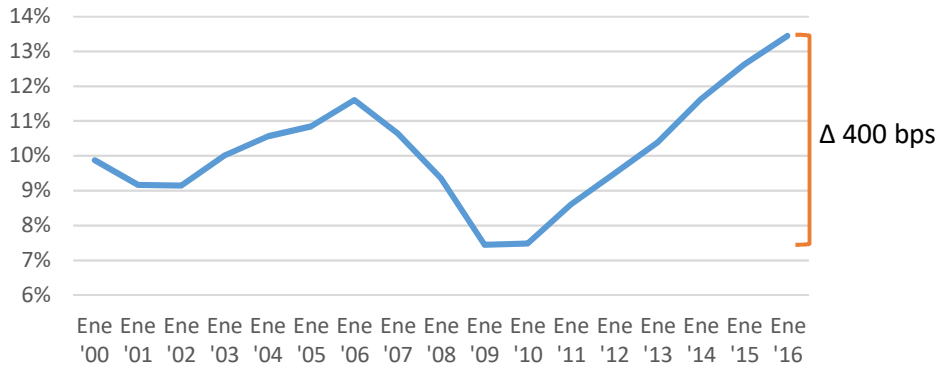


A su vez, dado que EEUU es el país donde tiene mayor presencia, se subdivide en Norte, Sur y Oeste. Siendo la distribución de locales de 657, 459 y 861, respectivamente.

Hasta la crisis del 2008, la compañía tenía como estrategia de crecimiento el aumento de sus locales, conjuntamente con una amplia variedad de productos de alta calidad. A partir de la crisis, se revisó esta estrategia y se hizo foco en el control de los márgenes operativos y la reducción en los costos de administración y comercialización, junto con los gastos de logística e inventario. Desde entonces la compañía viene trabajando fuertemente en reducir estos costos, ya sea buscando implementar mejores prácticas o la adquisición de compañías que se encuentran dentro de la cadena de valor y que permitan generar sinergia, la última adquisición que llevó acabo fue la de Interline Brands Inc en agosto del 2015. La mejora en los márgenes operativos se puede observar en el gráfico siguiente, los cuales pasaron de 9,45% en el piso de 2009 a 13,45% en enero de 2016, un crecimiento de 400 puntos básicos, asimismo supera los 11,60% mostrados en el año 2006, previo a la crisis.

Universidad de San Andrés

Gráfico 7: **Evolución Margen Operativo 2000-2016**



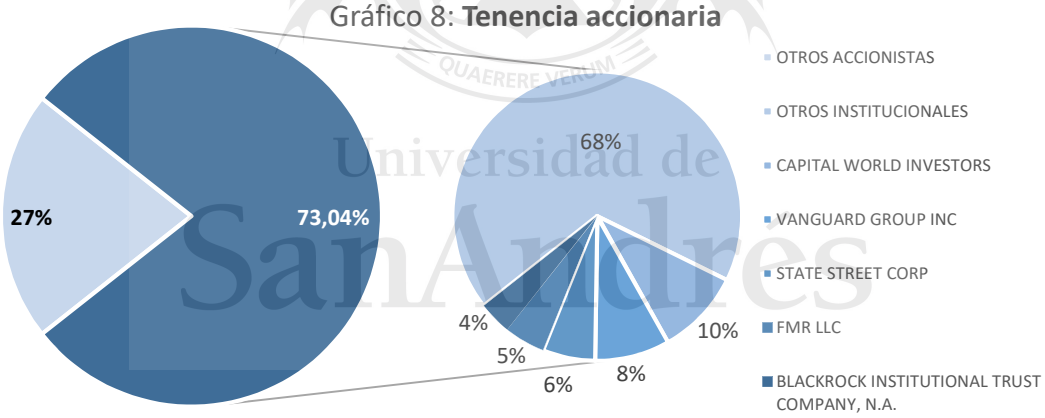
Fuente Factset - Elaboración propia

2.3. Estructura

La compañía tiene emitidas y en poder del público un total de 1.235.573.686 acciones. Según el último reporte trimestral emitido en agosto de 2016, específicamente el formulario 13F, el 73% de dichas acciones se encuentra en tenencia de inversores institucionales, esto se traduce en un total de 1.780 inversores que poseen 902.411.614 acciones.

En el cuadro siguiente se puede observar a los principales 5 accionistas institucionales

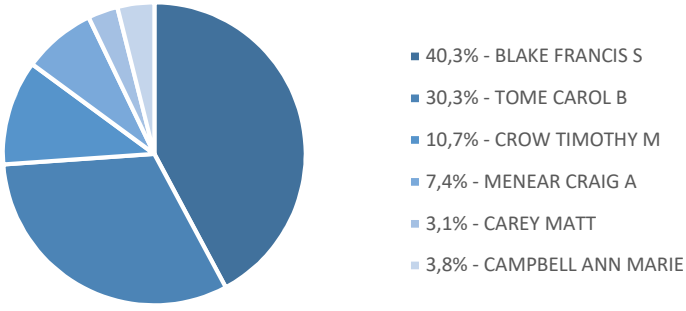
Gráfico 8: **Tenencia accionaria**



Fuente Nasdaq

Además de los accionistas institucionales, un 0,15% corresponde a empleados con acceso a información privilegiada.

Gráfico 9: **Composición accionistas con información privilegiada**



Fuente Nasdaq

Universidad de San Andrés QUAERERE VERUM

2.4. Descripción del negocio

Home Depot ofrece una gran variedad de productos dentro de las siguientes categorías: jardinería, pinturería, cocina y baño, accesorios, materiales para la construcción, plomería, maderas, pisos, herramientas, electricidad, carpintería, decoración e iluminación.

Cuadro 1: *Categoría de producto y su evolución en los últimos 3 años*

Categoría de productos	2015		2014		2013	
	Ventas	% s/ Vtas totales	Ventas	% s/ Vtas totals	Ventas	% s/ Vtas totals
Jardinería interior	8.298	9,4%	7.560	9,1%	7.022	8,9%
Pinturería	7.465	8,4%	7.299	8,8%	7.018	8,9%
Baño	6.874	7,8%	6.607	7,9%	6.301	8,0%
Jardinería exterior	6.565	7,4%	6.385	7,7%	6.140	7,8%
Accesorios	6.534	7,4%	5.708	6,9%	5.382	6,8%
Materiales de construcción	6.396	7,2%	6.054	7,3%	5.728	7,3%
Plomería	6.346	7,2%	5.740	6,9%	5.435	6,9%
Maderas	6.278	7,1%	6.050	7,3%	5.820	7,4%
Pisos	6.194	7,0%	5.987	7,2%	5.721	7,3%
Herramientas	6.060	6,8%	5.388	6,5%	5.038	6,4%
Electricidad	5.833	6,6%	5.653	6,8%	5.378	6,8%
Hardware	5.296	6,0%	4.975	6,0%	4.718	6,0%
Carpinteria	4.924	5,6%	4.694	5,6%	4.389	5,6%
Decoración	2.757	3,1%	2.577	3,1%	2.343	3,0%
Iluminación	2.699	3,0%	2.499	3,0%	2.379	3,0%
VENTAS TOTALES	**88.519**	**100%**	**83.176**	**100%**	**78.812**	**100%**

Fuente 10K

El asesoramiento a los clientes es un aspecto clave de la compañía, de allí que desde sus inicios este fue uno de los principales factores que llevó a HD al lugar donde se encuentra. Para alcanzar este objetivo, HD tuvo como principios en poner a los clientes primeros y cuidar a sus empleados. A efectos de brindar un mejor asesoramiento a cada tipo de cliente, es que los mismos fueron agrupados en 3 tipos:

- *DIY* (hazlo tú mismo, por sus siglas en ingles de "Do It Yourself"): se caracterizan por ser clientes dueños de sus hogares que recurren a la compañía para adquirir productos y realizar los trabajos por sí mismo. El personal especializado los asisten, brindando asesoramiento respecto a productos específicos o a instrucciones de instalación. A su vez, se les brinda capacitaciones con el objetivo de informar a los clientes, como así también lograr una mayor conexión con los clientes DIY.
- *DIFM* (hazlo por mí, por sus siglas en ingles de "Do It For Me"): A diferencia del grupo anterior, los clientes dentro de este segmento adquieren los productos, pero a su vez contratan a terceros para que ejecuten el trabajo de implementación o instalación. Por ello, la compañía pone a disposición una amplia variedad de servicio para quienes además de comprar el producto deseen contratar la instalación de los mismos. Este segmento de negocio está creciendo debido a los cambios demográficos y se espera que continúe con esta tendencia.
- *Pros o profesionales*: esta compuesto por contratistas, profesionales de la remodelación, pequeñas empresas, entre otros. A partir de la adquisición de Interline

Brands, la compañía consiguió expandir los servicios ofrecidos a los profesionales de mantenimiento, reparación y operaciones (MRO). Este grupo de clientes fue recibiendo mayor atención en los últimos años, es por ello que se identificaron los servicios que demandan, y se rediseño el enfoque hacia los mismos para facilitar su proceso de compra, como ser: envíos, servicio de atención telefónica exclusiva, staff dedicado, facilidades de crédito, estacionamiento exclusivo. A su vez, la compañía cuenta con un programa de fidelización, Pro Xtra, a través del cual se accede a descuentos, productos exclusivos, entre otros beneficios.

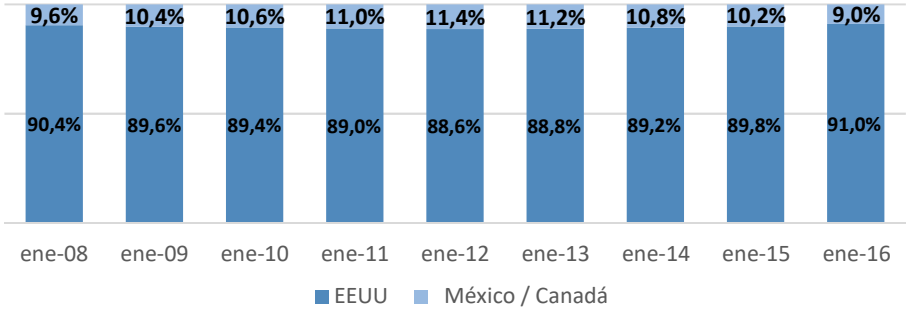
A pesar de que la compañía diferencia a sus clientes en estos 3 grupos, en sus reportes no hace mención al porcentaje de ventas atribuibles a cada uno de ellos. Sin embargo, en sus conferencias de prensa que brindas de forma trimestral, hace mención a que su negocio núcleo son las ventas DIY. Según reportes del año 2013 representaba aproximadamente un 60% de las ventas, mientras que las ventas a Pros representaban un 30% de las mismas. Cabe mencionar que desde el año 2013 a la actualidad, el crecimiento de las ventas de estos tuvo un crecimiento mayor al de las ventas DIY, esto nos da a entender que en la actualidad las ventas a Pros rondarían el 35% de las ventas.

Como se dijo anteriormente, el servicio al cliente es un deber dentro de la compañía. Tan es así que el slogan es “whatever it takes”, lo que significa “lo que sea necesario”. Esto también se verifica en el objetivo de la compañía de brindar a los clientes con el producto y asesoramiento correcto, en las cantidades y precio justo. Los empleados encargados de asesorar a los clientes se encuentran altamente entrenadas y capacitadas, a efectos de asistirlos en cada uno de los aspectos requeridos.

Volviendo al cuadro 1, se puede observar la amplia diversidad de productos que ofrece HD y que la participación que tuvo cada una de estas categorías se mantuvo constante desde el año 2013. Cabe destacar que esta diversificación favorece en caso de obstáculos macroeconómicas, que como veremos más adelante es uno de los factores al que se encuentra muy expuesta.

Como se mencionó anteriormente, Home Depot tiene locales en Estados Unidos, Canadá y México. Según el reporte anual del año 2015, la participación en las ventas en cada uno de estos países fue de: 91% de EEUU y el restante 9% de Canadá y México. Debido a que la participación de estos dos últimos es muy pequeña aún, es que la compañía no informa la apertura entre las dos.

Gráfico 9: **Evolución ventas por zona geográfica**

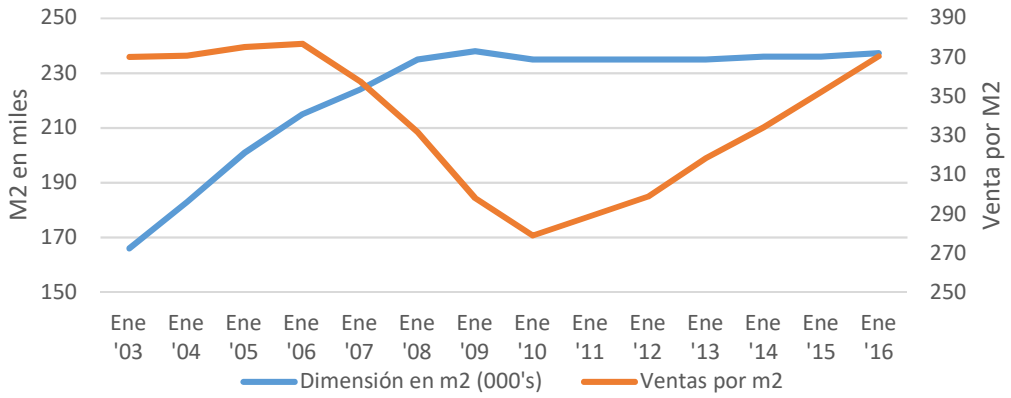


Fuente Bloomberg

En cuanto a las dimensiones de sus locales, dada la naturaleza de los productos que comercializan, el tamaño que requieren es considerable. En el cuadro siguiente se puede observar como el tamaña de los locales fue aumentando, desde los 166.000 m2 promedio por

local en enero 2003 a los 373.000 m2 promedio por local en enero 2015, es decir tuvieron un crecimiento del 43% aproximadamente.

Gráfico 10: **Evolución M2 vs ventas por M2**



Fuente Factset – Elaboración propia

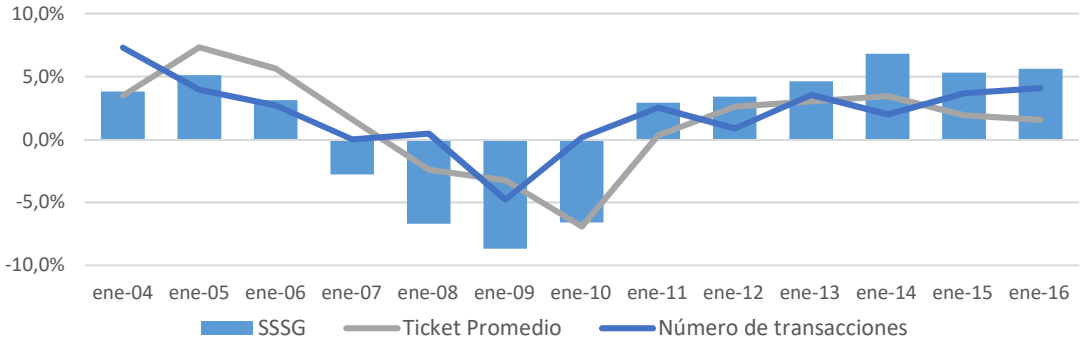
En el pasado, el número de locales de la compañía creció a un ritmo elevado, pero los últimos años, tal como se puede observar en el gráfico 5, no ha cambiado mucho. En EEUU ha aumentado solo 1 local en los últimos 5 años, en cambio en Canadá y México donde la compañía no tiene la misma presencia que en EEUU, viene abriendo 4 o 5 locales por año. Particularmente en EEUU, se debe a que la compañía busca concentrarse más en aumentar su presencia en los distintos canales de venta, principalmente las ventas online en respuesta a los cambios de las preferencias de los consumidores, aprovechando la flexibilidad y posibilidades de brindar asesoramiento a los clientes. Así mismo, esto permitirá apalancar las ventas por local e incrementar sus márgenes operativos y beneficios.

2.5. Drivers de venta

Como se mencionó anteriormente las ventas de Home Depot en el último año fueron de US$88.519 millones, respecto al año anterior tuvo un incremento del 6,4%, asimismo los últimos 5 años la compañía creció a una tasa de 5,4% anual.

Los principales drivers de las ventas son: las ventas generadas por los mismos locales o SSSG, por sus siglas en ingles de Same Store Sale Growth, el número de transacciones y el monto promedio por ticket.

Gráfico 11: **Evolución principales drivers**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Las ventas generadas por los mismos locales en los últimos años fueron positivas, específicamente en el segundo trimestre de 2016 reporto un crecimiento de 4,7% a nivel total

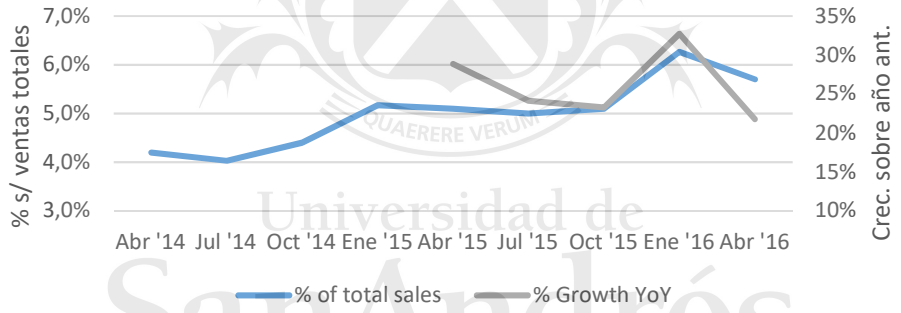
compañía, llevando acumulado un total de 21 trimestres con crecimiento en este indicador, es decir que desde el primer trimestre del 2012 que no se reporta este indicador en negativo.

Si analizamos este indicador por país, EEUU reportó un crecimiento de 5,4%, al igual que HD en su totalidad lleva acumulados 21 trimestres en positivo. Respecto a México y Canadá, la compañía no hace mención al porcentaje de crecimiento de sus ventas generadas por sus mismos locales, pero si hace mención al número de trimestres acumulados que llevan creciendo, México acumula 51 trimestres positivos y Canadá 19 trimestres positivo consecutivos.

En definitiva, HD ha podido aumentar estos indicadores a pesar del bajo crecimiento que tuvo la economía americana y junto con la recuperación del mercado inmobiliario. La explicación a esto es que HD se concentró en el crecimiento de sus ventas no solo a través de sus locales sino también con la incorporación del comercio online, en lugar de tener una política de expansión de locales.

En los últimos años, la compañía ha puesto mucho énfasis en sus ventas online, es por ello que poco a poco esta se está convirtiendo en un driver de venta. En los últimos reportes de la compañía el crecimiento que tuvieron las ventas online, tanto respecto a períodos anteriores como así también el porcentaje que las mismas representan sobre el total de ventas, fue tomando mayor volumen.

Gráfico 12: **Evolución Ventas Online**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

2.6. Estrategias

Ventas Online

La compañía tiene como prioridad máxima el cliente, específicamente lo relacionado al servicio que se le brinda, siendo este su sello distintivo respecto a sus competidores. Los últimos años, las preferencias de los consumidores fueron cambiando y parte de esto se visualiza en un mayor consumo a través de las plataformas online.

HD tomó la decisión de ir migrando a una estrategia de venta más integradora entre las provenientes de sus locales y las online, lo cual le permite apalancar sus ventas por metros cuadrado. Se realizó una fuerte inversión en su plataforma online y de esta manera provee mejor asesoramiento y variedad de productos. Una muestra de esto es la cantidad de productos disponibles vía online, que superan ampliamente a la cantidad de productos disponibles en los locales. La compañía ofrece entre 30-40 mil productos en los locales y más de 700 mil productos a través de la plataforma web.

Las ventas online tuvieron un crecimiento fenomenal en los últimos 4 años, como así también el porcentaje que las mismas representan sobre el total de las ventas. En el año 2015, las ventas online representaron el 5,3% de las ventas totales, creciendo un 25,3% respecto al año anterior.

Distribución

El crecimiento de las ventas representó un fuerte desafío en la logística de la compañía, principalmente por el tipo de producto que comercializa. Es así que la compañía diseño distintas opciones de distribución y entrega a los clientes con el objetivo de brindar un mejor servicio a los clientes, como ser:

- Comprá online y retíralo en el local (Buy Online Pickup In Store - BOPIS)
- Comprá online, envío desde el local (Buy Online Delivery From Store - BODFS)
- Comprá online, envío a la tienda (Buy Online, Ship to Store – BOSS)
- Comprá online, devolución al local (Buy Online, Return In Store – BORIS)

Con esto se buscó alcanzar la satisfacción de los clientes de punta a punta en la cadena de comercialización dentro de la compañía. Según el reporte del segundo trimestral de 2016, más del 40% de las compras online se realizaron mediante el programa BODFS, por sobre BOPIS y BOSS, y aproximadamente el 90% de las ventas online se procesaron desde los centros de envío rápido (Rapid Delivery Center o RDC) y directo.

Respecto a los centros de distribución, HD instaló dos tipos de centros para cubrir las necesidades de abastecimiento y entrega de los productos, tanto a los clientes como a los locales propios. El primer tipo hace referencia a centros de envíos rápido, los cuales tienen la característica de simplificar el proceso de logística mediante la eficientización en la recepción de órdenes y distribución. Según el reporte del segundo trimestre de 2016, la compañía cuenta con 18 de estos centros en EEUU y 2 en Canadá. El segundo tipo de centros, son los de envío directo, que brindan a HD la capacidad de distribuir sus productos directamente a los consumidores con una demora no mayor a 2 días. Actualmente, la compañía dispone de 3 de estos centros en EEUU.

Universidad de San Andrés

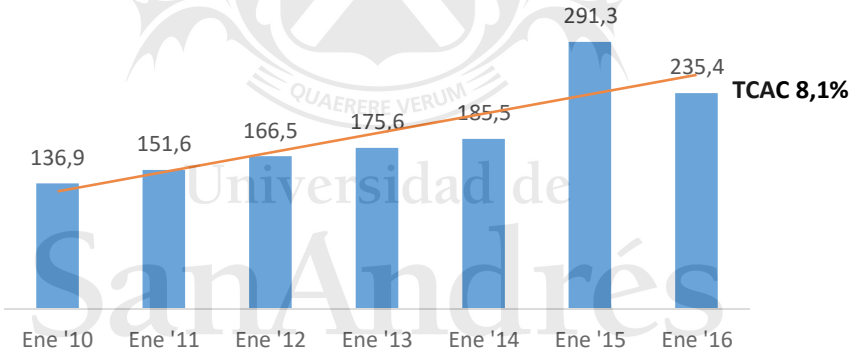
3. ANALISIS DE LA INDUSTRIA

En la industria de la mejora del hogar o Home Improvement Stores Industry en inglés, se comercializan una diversidad de productos que van desde productos para las reparaciones o mantenimiento de los hogares, como ser herramientas, productos de electricidad o maderas, hasta materiales para la construcción o renovación de una vivienda. Una característica adicional de la misma es que las empresas compran los productos directamente a los fabricantes o mayoristas y las venden directamente al consumidor final o usuarios, como los consumidores de artículos de DIY o profesionales.

Se caracteriza por ser una industria madura debido al alto grado de concentración de mercado y productos homogéneos, esto conlleva a una gran competencia de precios entre sus actores, específicamente entre los dos principales competidores, Home Depot y Lowe's.

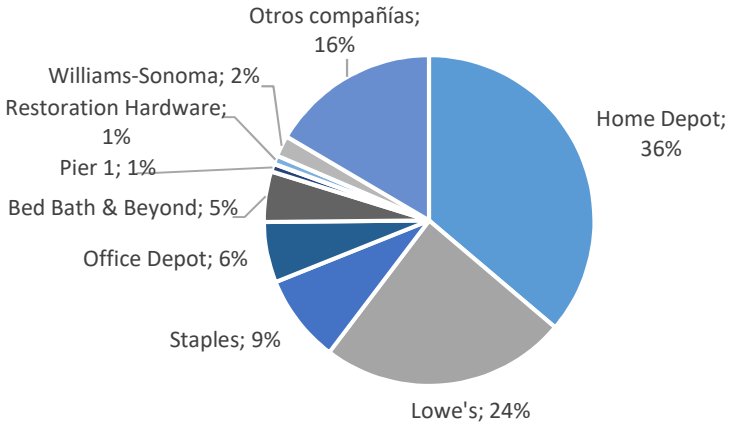
Si tomamos como referencia al BI NA Home Improvement Stores Competitive Index para calcular el tamaño aproximado de la industria, siendo que el mismo está compuesto por los principales actores de la misma, se observa que en el año 2015 la industria tuvo un volumen de ventas de casi US$ 300 mil millones. El 60% de estas ventas corresponden a las dos compañías con mayor participación de mercado, 36% para Home Depot y 24% para Lowe's. Desde el año 2010, se puede verificar una tasa de crecimiento anual compuesta de 8,1%.

Gráfico 13: **Evolución ventas industria Home Improvement**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Gráfico 14: **Distribución del mercado - Año 2015**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

A pesar de que existen varios competidores más pequeños, ninguno de ellos tiene la presencia nacional que poseen Home Depot y Lowe's, ambos poseen una imagen de mercado muy marcada.

Debido a la gran competencia y la poca diferenciación de productos, es que los factores más preponderantes a la hora de analizar las fortalezas competitivas son:

- Precio
- Acuerdos de exclusividad con determinadas marcas
- Servicio al consumidor

Además de las empresas consideradas dentro de esta industria, en el caso de determinados productos, como ser muebles, herramientas y artículos de iluminación, los mismos también son comercializados por grandes mayoristas como Walmart, Sears, entre otros, o locales especializados como Vitamin Shoppe o Tractor Supply.

A pesar de tratarse de una industria madura, con gran cantidad de competidores y poca diferenciación de productos, Home Depot se ha diferenciado todos estos años por su atención a los clientes, brindándole una diferenciación importante respecto a los demás y consiguiendo ser líder en el mercado. Más aún, si analizamos la fuerte inversión que la compañía viene realizando en venta online y sus procesos de logística, podemos estimar que podrá mantener esta posición en el mercado.

3.1. Variables de la industria

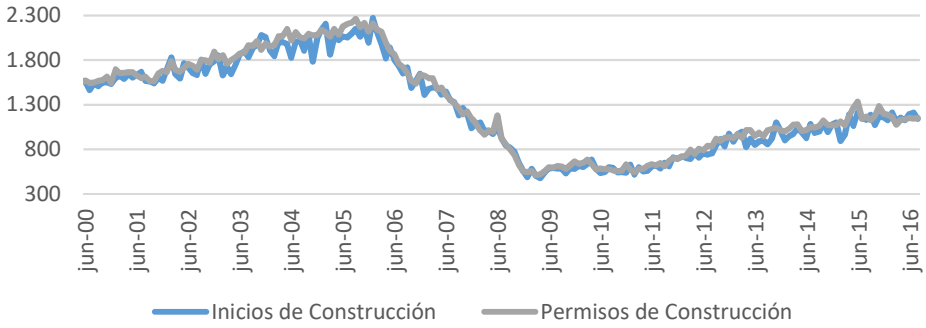
Las principales variables que afectan a la industria y que tienen mayor correlación con el rendimiento de las ventas de HD son: la actividad de la construcción, que puede ser medido a través de los inicios y permisos de construcción, así también la variación de precios de las viviendas, medido en Estados Unidos a través del cálculo de un índice de precios, tanto para todo el país como para las principales 20 ciudades.

Las variables antes mencionadas son las que mayor relación tienen con el desempeño de las ventas. Sin embargo, hay variables que valen la pena seguirlas y analizarlas al momento de valuar una empresa dentro de esta industria, las cuales son: las tasas de los préstamos hipotecarios, el Producto Bruto Interno, el ingreso per cápita, el nivel de consumo per cápita, el nivel de empleo, entre otras.

Los inicios y los permisos de construcción[2] son claves para analizar la situación actual de la industria y más aún para analizar la proyección de las ventas, dado que permiten medir el nivel de actividad de la construcción de nuevas viviendas, como así también de aquellos permisos para construir que están en proceso.

[2] https://www.hiri.org/ - Instituto de investigación de la industria de la mejora del hogar.

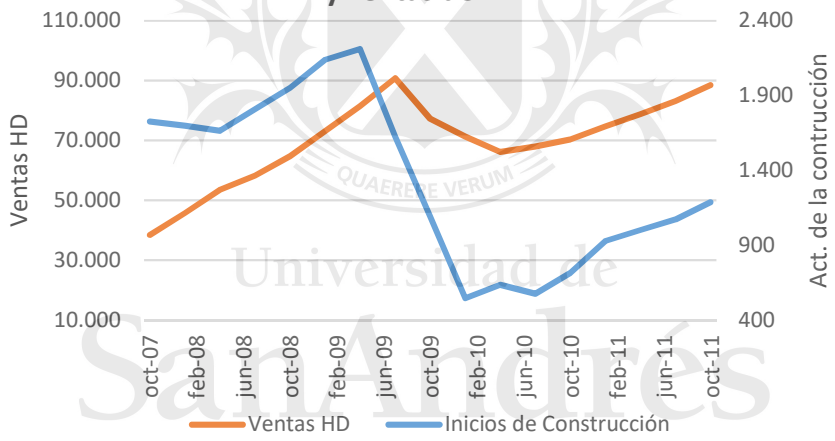
Gráfico 15: **Evolución Inicios de Construcción y Permisos de Construcción**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Si comparamos la evolución de la actividad de la construcción en relación a las ventas de Home Depot en los últimos 10 años, veremos que el nivel de actividad de la construcción guarda una fuerte relación con las ventas de Home Depot.

Gráfico 16: **Correlación actividad de la construcción y ventas de HD**



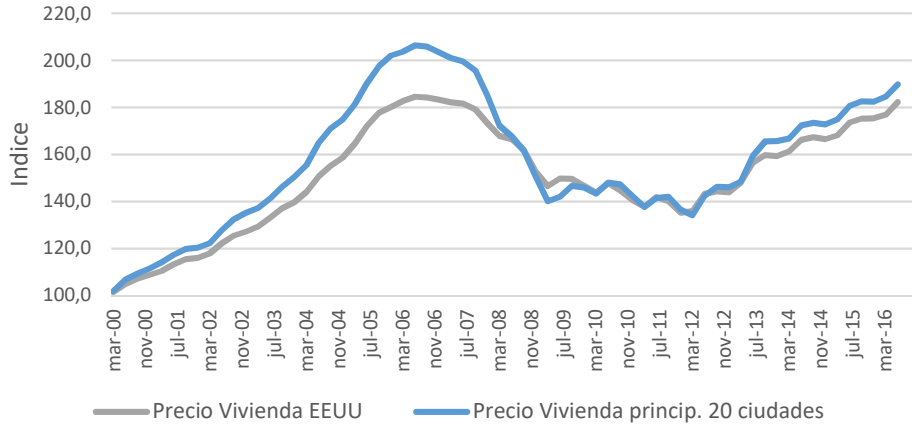
Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Lo mismo ocurre con la actividad inmobiliaria, que puede ser medida a través de las ventas de viviendas nuevas y existentes, como así también la variación del precio de las mismas. Asimismo, la demanda de viviendas depende del ciclo económico en la que se encuentre la economía, respecto a sus variables como empleo, ingresos, entre otros.

En el gráfico siguiente es posible ver la variación de los índices de precio de las viviendas en EEUU, considerando tanto todas las ciudades del país como el índice de precio de las viviendas de las principales 20 ciudades de EEUU[3].

[3] S&P/case-shiller us national home price index

Gráfico 17: **Evolución del precio de las viviendas**

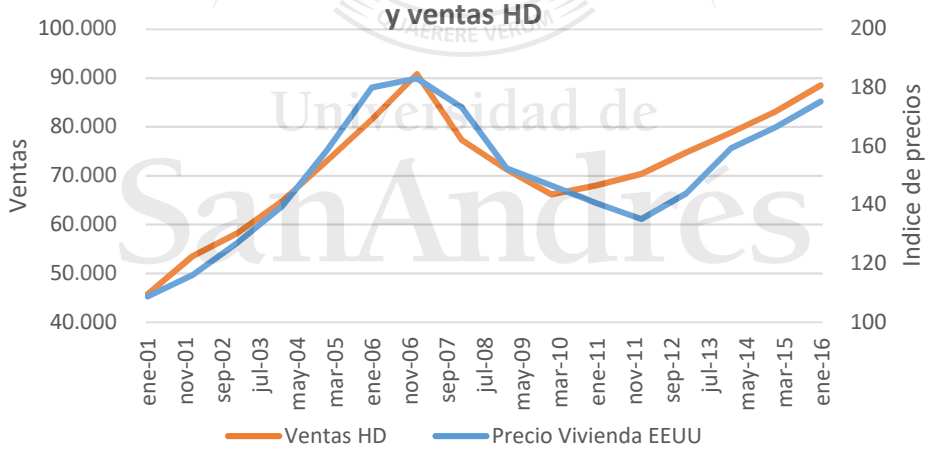


Fuente Bloomberg – Elaboración propia

En los últimos años hubo un repunte de los precios, especialmente en el índice de las principales 20 ciudades de EEUU. Esto se debió en parte a una mayor demanda de inversionistas, como también a una menor oferta de inmuebles nuevos. Si observamos el gráfico anterior, se podrá apreciar que el nivel de precios está muy cerca de alcanzar los niveles previos a la crisis del 2008.

Esta variable, es una de las variables con mayor correlación con las ventas de Home Depot, la cual es de aproximadamente 0,87, como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

Gráfico 18: **Comparación indice de precios de viviendas y ventas HD**

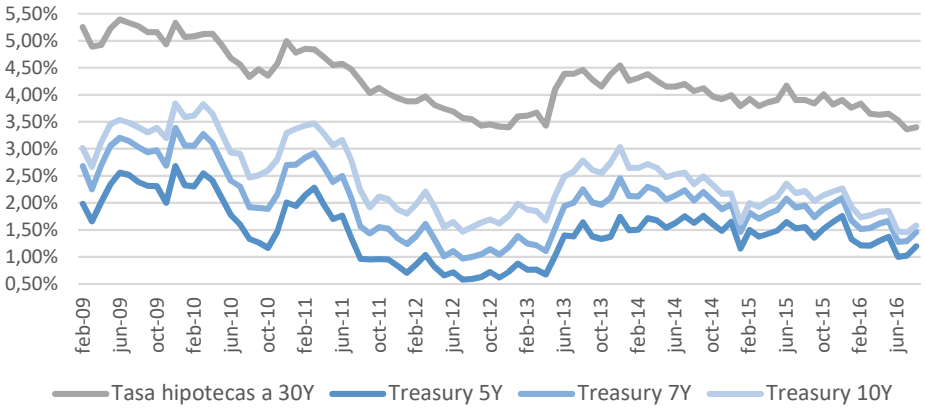


Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Como se mencionó anteriormente, variables como las tasas de préstamos hipotecarios también juegan un rol importante en la industria, pero a diferencia de los inicios y permisos de construcción que tienen una relación directa con el progreso de las ventas, está tiene una relación inversa, dado que a menor costo de capital para acceder a un préstamo mayor será la venta de viviendas, y consecuentemente mayor será la demanda de productos para la remodelación, instalación o construcción de estas viviendas.

A su vez, las tasas de préstamos hipotecarios tienen una estrecha relación con el rendimiento de los bonos del tesoro americano, los cuales se mueven conjuntamente. Los bonos a 5, 7 y 10 años son los que mayor relación guardan con estas tasas, dado que las extensiones de las hipotecas suelen tener estos horizontes de tiempo.

Gráfico 19: **Tasa Préstamos Hipotecarios vs Tasa Bonos del Tesoro 5Y, 7Y y 10Y**

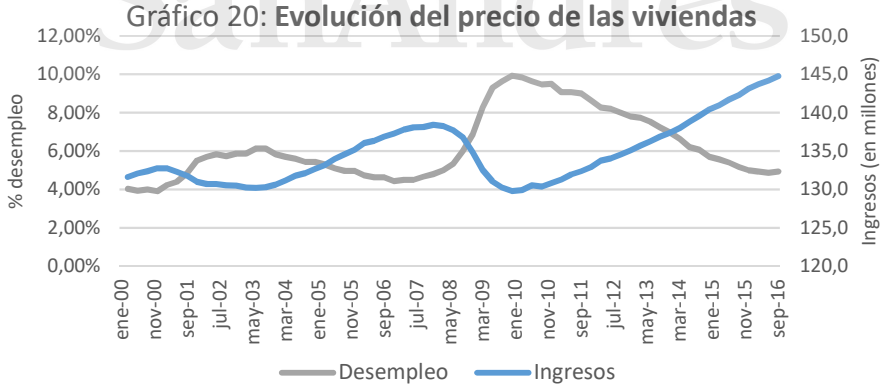


Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Actualmente, las tasas se encuentran en niveles históricamente bajos, esto se debe a que, desde la crisis del 2008 la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) viene aplicando la política de Quantitative Easy. Esta política benefició a la industria de la mejora del hogar y construcción y probablemente lo siga haciendo. Más aún, debido a las expectativas de menor crecimiento en la economía, es que la Fed viene posponiendo el aumento de las tasas de interés. Más allá de que las tasas deberán subir a futuro, las mismas se esperan que lo hagan de manera lenta. Esto supone una mayor demanda de viviendas y una aceleración en el financiamiento previo al despegue de las mismas.

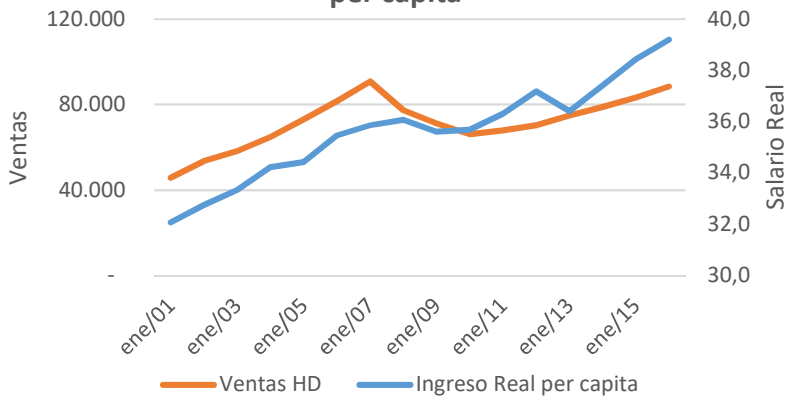
Otra variable macroeconómica a seguir, es el gasto en consumo personal o PCE por sus siglas en ingles de Personal Consumption Expenditure. Esta mediación del gasto personal representa aproximadamente el 70% del PBI de EEUU y se ve afectado por variables del mercado laboral, como ser el empleo e ingresos.

Gráfico 20: **Evolución del precio de las viviendas**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Gráfico 21: **Relación Ventas HD y Salario Real per capita**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

En resumen, la situación del mercado inmobiliario, respecto al precio de las viviendas, inicios de obras, permisos de construcción, entre otras variables, afectan de manera directa sobre la performance de la industria. Del mismo modo, el crecimiento del PBI, conjuntamente con el nivel de empleo, ingreso per cápita y el gasto en consumo personal, también afectan de manera directa a la situación de la industria. En cambio, variables como las tasas de las hipotecas, la tasa del bono del tesoro americano, entre otros, influyen en el andar de la industria, pero tienen una relación inversa.

En los últimos años, la evolución que tuvieron estas variables permitieron a la industria tener un retorno por acción por el encima del que mostro el S&P500.

3.2. Posicionamiento

Home Depot tiene una posición dominante y de líder en el mercado, principalmente por su gran estructura de locales y presencia en todo EEUU, junto con un direccionamiento del negocio a la atención del cliente. Su competidor más directo por características, como ser número de locales, volúmenes de ventas, entre otros, es Lowe's. De todos modos, en casi todos los indicadores de rendimiento, Home Depot se encuentra adelante, tal como lo veremos a continuación. Nótese también que en comparación con empresas más pequeñas y especializadas en algún rubro, como ser electrónica, pinturería, entre otros, Home Depot también es líder.

Esta industria como se hizo mención anteriormente, tiene un alto grado de concentración, lo cual es posible observar a través de la participación de mercado de las compañías. En el caso de Home Depot, la misma tiene alrededor el 36%, frente al 24% que tiene Lowe's. A pesar que de que existe un número amplio de empresas más pequeñas, tanto en Estados Unidos como Canadá, los mismos no cuenta con la presencia suficiente a nivel nacional.

A su vez, está alta concentración de mercado permite a la compañía un alto poder de negociación con sus proveedores, más aún, si la performance financiera de mucho de ellos depende del desempeño de Home Depot, dado el volumen de compra a los mismos.

La diversificación de las ventas (cuadro n°1), brinda a Home Depot 2 ventajas: bajo grado de dependencia hacia unos pocos proveedores, y baja concentración de las ventas en algunos productos. En su cadena de valor, la compañía logró integrarse verticalmente. En un principio realizando alianzas con proveedores y en otros casos adquiriéndolos o desarrollando sus propios suministros. Las alianzas con proveedores conllevaron a tener la exclusividad de algunas marcas,

como ser Brown Jordan. En otros casos, si bien no se ha logrado la exclusividad, se destaca la estrecha relación comercial con algunos de sus principales proveedores, como ser: Masco, Mohawk Industries, Fortune Brands Home & Security, Scotts Miracle-Gro, Cree, entre otros.

Un aspecto importante que diferencia a Home Depot en el mercado, fue es el concepto de comercialización interconectada o "interconnected retailing". A partir del crecimiento de las ventas online en el mercado en general, como en la industria en particular y de haber detectado que no era suficiente crecer mediante el aumento de locales, Home Depot replanteó su estrategia de crecimiento para beneficiarse de este contexto interconectado y, a su vez, diferenciarse de sus competidores. Esta estrategia consistió en no solo tener presencia en las plataformas digitales y que complementen a las ventas en locales, sino también ofrecer a sus clientes una amplia variedad de productos a través de dos canales de venta y diversos canales de envió. Un ejemplo de esto, son los dispositivos electrónicos con los que están equipados los empleados, que les permiten ir realizando órdenes de compra mientras brindan asesoramiento a los clientes durante el proceso de compra en los locales, ofreciéndoles conjuntamente los distintos canales de distribución disponibles.

Esta estrategia permitió que las ventas online de Home Depot crecieran a un ritmo elevado de aproximadamente 20%, representando un 6% de las ventas.

Si analizamos los factores externos que afectan a la compañía, podemos encontrar los siguientes:

- Factores políticos: muchos de los proveedores de la Home Depot se encuentran en países subdesarrollados con situaciones políticas inestables, encontrándose de esta forma a trabas comerciales o cambios en las condiciones impositivas. Sin embargo, en mucho de estos países existen programas de incentivos para los proveedores de Home Depot, dado que son una gran fuente de trabajo.
- Factores económicos: la relación comercial con proveedores y clientes de distintos países, expone a la compañía a las variaciones monetarias, afectando consecuentemente a los costos de importación por variación en el tipo de cambio, como así también la inflación puede generar distorsiones en los precios de ventas.
- Factores Sociales: la empresa promueve la responsabilidad social empresaria, favoreciendo un buen ambiente laboral y siguiendo altos estándares de calidad.
- Factores tecnológicos: actualmente un gran porcentaje de la población mundial tiene acceso a internet, esto permite que la compañía pueda ofrecer sus servicios y productos a clientes en diferentes ubicaciones, a lo que se le suma que, la comercialización a través de internet tiene menores costos operativos. No obstante, debe considerarse que este factor puede traducirse en una amenaza dada la rapidez con la que se producen los cambios de las tendencias y modas en este contexto, obligando a adaptarse e innovar continuamente.
- Factores legales: la compañía tiene el compromiso de promover un ambiente responsable en todos los aspectos de la compañía, como ser el consumo de energía, su cadena de valor, mantenimiento y construcción de sus locales, entre otros.

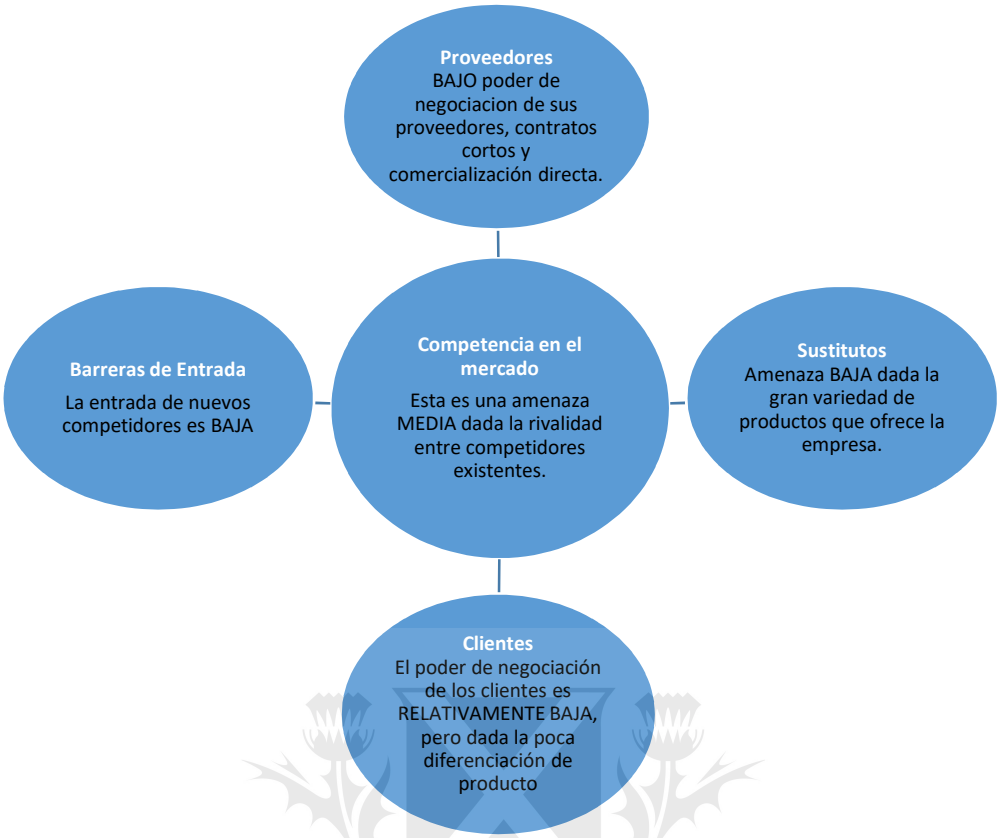
Si tomamos el modelo de las 5 fuerzas de Porter, el que consiste en analizar las barreras de entrada, proveedores, clientes, sustitutos y competencia en el mercado, obtendremos el siguiente análisis:

- Barreras de entrada: la entrada de nuevos actores a la industria es una amenaza baja dado que actualmente la compañía tiene una posición dominante en el mercado,

permitiéndole levantar estas barreras para la dificultad de ingresos de nuevos actores. Alguna de estas barreras consiste en poseer una fortaleza económica, como así también influencia sobre proveedores y distribuidores.

- Poder de negociación de los clientes: esta es otra fuerza considerada con un nivel bajo. Home Depot posee una eficiente cadena de aprovisionamiento que le brinda la posibilidad de ofrecer todo lo que se demanda en esta industria. Además, la penetración de mercado que logró la compañía mediante su anterior estrategia de expansión y localización de sus locales, junto con la variedad de productos y los bajos precios, derivó en condiciones ideales para ser la empresa líder en el mercado.
- Poder de negociación de los proveedores: la compañía no tiene contratos largos con sus proveedores, esto le da un alto poder de negociación frente a los mismos. Conjuntamente con esto, Home Depot decidió trabajar en la eliminación de intermediarios y distribuidores mediante la construcción de sus propios centros de distribución, favoreciendo de esta manera un mejor control sobre sus inventarios.
- Amenaza de productos sustitutos: esta es una amenaza relativamente baja dada la gran variedad de productos que ofrece la compañía. La mayoría de las empresas de la industria no se especializan en un solo producto o servicio, sino ofrecer una gran diversidad de los mismos.
- Competencia en el mercado actual: la misma es considerada como una amenaza potencial y de nivel medio, debido a la rivalidad entre sus actores. La competencia que tiene con Lowe's es una amenaza considerable, dado que la misma tiene acceso a recursos económicos suficiente para poder incrementar su participación de mercado y por ende afectar la fortaleza económica de Home Depot. A pesar de esto, Home Depot cuenta con recursos suficientes que le permitirían competir en precio, servicios y variedad de productos, para poder defender su posición en el mercado.

Universidad de SanAndrés



QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

5. ANALISIS FINANCIERO

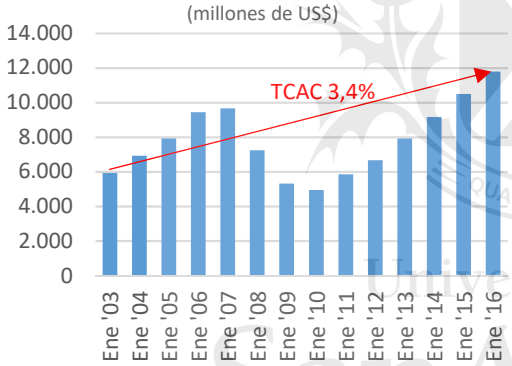
Una de las fortalezas de la compañía es el aspecto económico. Con el objetivo de tener una visión respecto a la fortaleza financiera, en este capítulo se analizarán los ratios de rentabilidad, endeudamiento y solvencia, gestión, como así también otros ratios relevantes de la industria.

4.1 Ratios de Rentabilidad

Home Depot reportó desde el año 2002 a la fecha una tasa de crecimiento anual compuesta de 3,7% en sus ventas, pero si tomamos como base el año 2010 donde se observa el piso de ventas de los últimos 10 años, está tasa fue de 4,8%, aproximadamente un 1% por encima del crecimiento del PBI de Estados Unidos en el mismo período.

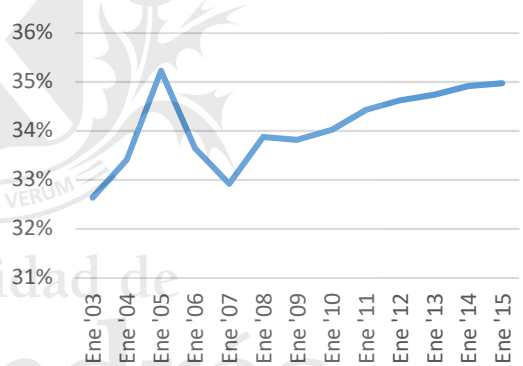
El margen bruto de la compañía tuvó un incremento sensiblemente inferior que el crecimiento de las ventas, reportando una TCAC de 3,4%. Si conjuntamente se analiza la evolución del resultado bruto sobre ventas, a pesar de haber tenido una gran variación previa y posterior a la crisis, se puede observar en el gráfico siguiente que se estabilizó y continúo creciendo a un ritmo similar al de las ventas.

Gráfico 22: **Evolución Resultado Bruto 2003 - 2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

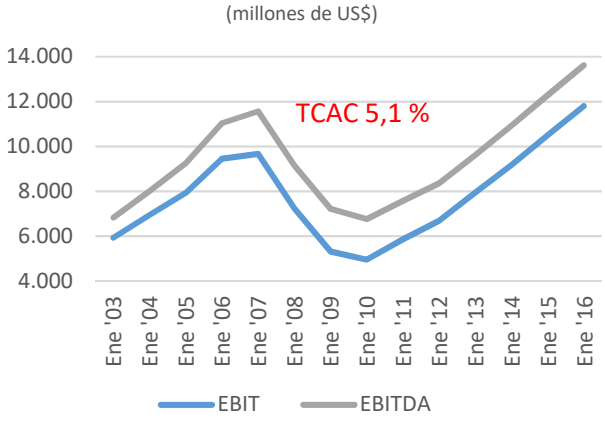
Gráfico 23: **Evolución Margen Operativo 2000-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

En relación a los márgenes de EBIT y EBITDA, se puede determinar que los mismos crecieron a una tasa mayor del que mostraron las ventas, siendo en el orden de 5,1% anual en ambos casos.

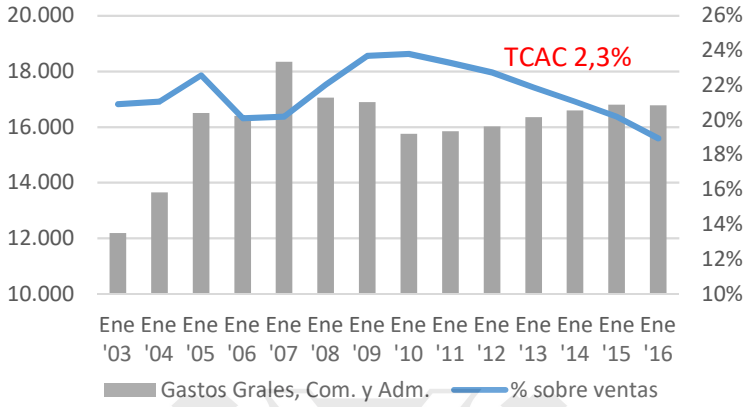
Gráfico 24: **Evolución EBIT 2003 - 2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Este resultado se atribuye al cambio de estrategia adoptada, en relación específicamente al conjunto de medidas de optimización de gastos generales, ventas y administración, conjuntamente con una mejora en la rotación de los inventarios mediante el diseño y construcción de centros de distribución que permitieron abaratar los costos y reducir los plazos de envió.

Gráfico 25: **Evolución Gastos Operativos 2003-2016**

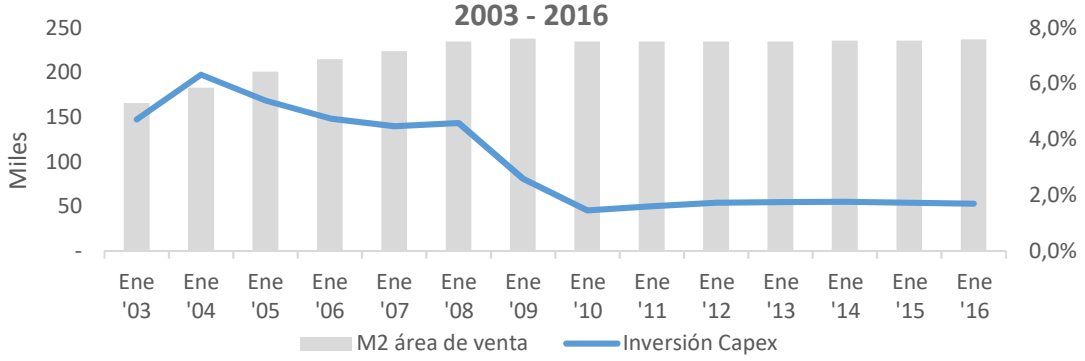


Fuente Bloomberg – Elaboración propia

En cuanto al gasto en depreciación y amortización, en los últimos 5 años se estabilizó en torno al 4,5% anual respecto al total de bienes de uso, lo cual está relacionado al cambio de estrategia de menor expansión de locales en EEUU y buscar optimizar las inversiones en capital.

Continuando con los bienes de uso, la inversión en activos fijos o Capex que tuvo la compañía en los últimos 5 años, guarda relación directa con esta menor expansión de locales en EEUU y la mayor parte de las inversiones de capital que viene llevando a cabo están relacionadas con la logística, capacidad de distribución, manejo de inventarios, IT e inversiones en plataformas digitales, junto con inversiones en locales en sus mercados internacionales, donde continúa expandiéndose, aunque a un ritmo muy bajo en comparación con años anterior.

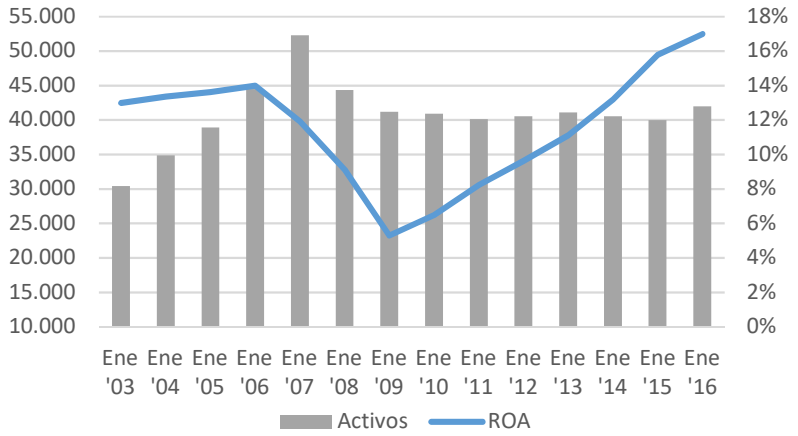
Gráfico 26: **Evolución Inversión Capex sobre ventas vs m2 de Venta 2003 - 2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Respecto al ROA (rentabilidad sobre activos, por sus siglas en ingles), el mismo tuvo un fuerte crecimiento principalmente por el aumento de los resultados obtenidos, mientras que los activos no crecieron con el mismo ritmo. Esto guarda relación con la decisión estratégica de la compañía de disminuir su expansión en locales y enfocarse en la comercialización interconectada.

Gráfico 27: **Evolución ROA 2003-2016**



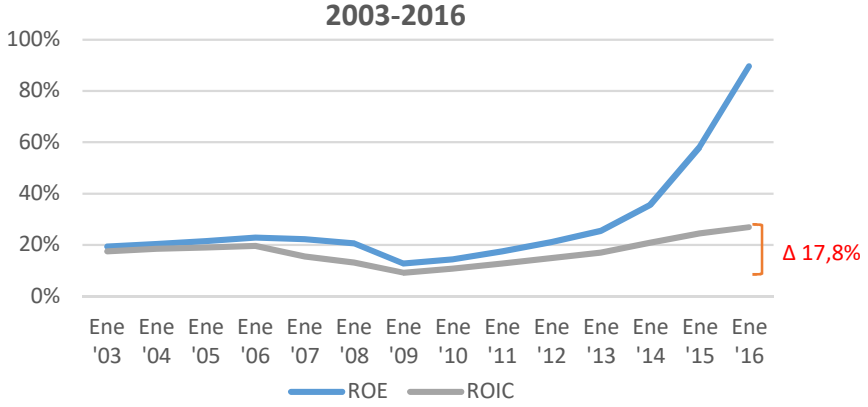
Fuente Bloomberg – Elaboración propia

En cuanto al ROE (Rentabilidad sobre el patrimonio, por sus siglas en ingles), el mismo ha tenido un crecimiento exponencial. El promedio de ROE de los últimos 13 años fue de 28,7%, siendo el más bajo el reportando en el año 2009 que fue de 12,7% y el máximo en el 2016 de 89,6%. Como se puede observar a continuación, este ratio desde el piso del año 2009 se ha ido incrementado año a año.

Los motivos que explican este crecimiento fueron principalmente el aumento de los resultados netos y la constante disminución del patrimonio neto mediante la reducción de las acciones circulantes. En el caso de los resultados netos, en el año 2003 eran de US$3.760 millones y en enero del año 2016 ascendieron a US$7.009 millones, derivando en una tasa de crecimiento anual compuesta de aproximadamente de 4,9%. Adicionalmente, en estos 13 años la compañía ha reducido sus acciones circulantes a través de recompras de acciones, pasando las mismas de 2.300 millones de acciones aproximadamente a 1.300 millones de acciones en la actualidad.

Si analizamos de forma aislada este ratio, se observa que la compañía está incrementando sus resultados netos sobre una menor inversión de capital proveniente de sus accionistas. De todos modos, este análisis puede ser engañoso dado que la compañía a su vez incremento su nivel de deuda de largo plazo los últimos años, tan es así que en enero del año 2011 la deuda financiera total era de US$ 9.749 millones y en su reporte anual de enero del año 2016 la deuda reportada fue de US$ 21.139 millones. Este incremento de la deuda se debe en su gran mayoría a la recompra de acciones. Esta variable no es tenida en cuenta en el calculó del ROE pero explica en gran medida como la compañía logró incrementar el retorno para sus accionistas a partir de la reducción del patrimonio. De todos modos, es preciso destacar que el mayor uso que se le dio a la deuda por sobre el capital propio, puede ser percibido como un acierto por parte del management, ya que las tasas de interés se encuentran en mínimos históricos.

Gráfico 28: **Evolución ROE y ROIC 2003-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

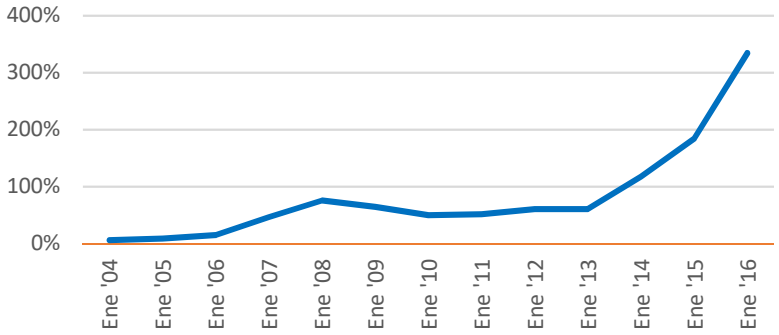
Como se puede en el grafico anterior y el texto precedente, este análisis puede encontrarse desvirtuado. A partir de esto, es que se incorporó al análisis el ratio del ROIC (Retorno sobre capital invertido, por sus siglas en ingles), el cual nos permitió observar el retorno obtenido por las inversiones realizadas, indistintamente si las mismas fueron financiadas con capital propio o de terceros. Se puede observar, que la compañía a lo largo de estos años logró obtener una rentabilidad promedio de 17,6% sobre cada dólar invertido, siendo el retorno mínimo de 9,2% en el año 2008 y el máximo de 26,9% en el año 2016, superando ampliamente los retornos obtenidos previo a la crisis.

4.2 Ratios de endeudamiento y solvencia

En esta sección se buscará analizar a la compañía respecto a sus niveles de endeudamiento, que tal como se mencionó anteriormente se encuentran en niveles históricamente altos y a la capacidad de hacer frente a estas obligaciones mediante los índices de liquidez actual.

Como primera variable a analizar fue la estructura de capital, es decir, la relación deuda patrimonio. Históricamente la compañía se ha caracterizado por tener bajo nivel de deuda sobre patrimonio neto, tan es así que, si consideramos los 20 años previos al año 2007, año en el cual este índice comienza a incrementarse, la compañía tuvo un promedio de deuda sobre patrimonio neto de 24%, con un pico de 77% en el año 1991 y un piso de 3,8% en el año 2004. En cambio, desde el año 2007, para afrontar el vencimiento de deuda y la adquisición de otras empresas, emitió deuda por casi US$9.000 millones de dólares, provocando un primer salto en este índice. Luego con la crisis del año 2008 y las políticas monetarias llevadas adelante por el gobierno de Estados Unidos, el management de Home Depot decidió iniciar un proceso de reducción del patrimonio a través de la recompra de acciones mediante la emisión de deuda. De esta forma, el índice deuda sobre patrimonio se elevó a 335% en el último reporte anual.

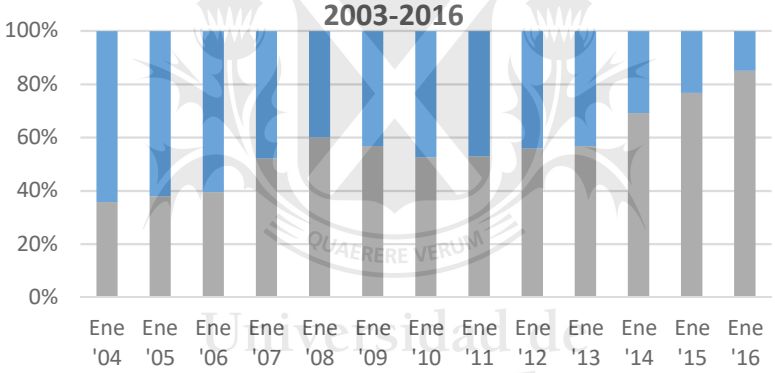
Gráfico 29: **Evolución Deuda sobre Patrimonio 2003-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Continuando con el análisis, se consideró el nivel de endeudamiento, es decir pasivo sobre activos, podemos apreciar el incremento del porcentaje de financiamiento aportado por capitales de terceros, en línea con lo mencionado anteriormente.

Gráfico 30: **Evolución Indice de Endeudamiento 2003-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

El total de deuda reportado en el año 2015 fue de US$ 21.139 millones, de los cuales US$ 20.789 corresponden a deuda de largo plazo y la restante a deuda a corto. Mientras que en el segundo trimestre del 2016 fue de US$ 20.900 millones, mostrando una variación mínima respecto al año anterior, dado que la compañía no tiene planificado emitir mayor deuda excepto que las condiciones continúen siendo favorables, o en caso de que tengan vencimientos a corto plazo y sea beneficioso emitir deuda para cancelarla.

Cabe mencionar que Home Depot es la compañía más apalancada de la industria. La composición de la deuda al segundo trimestre de 2016 antes citada, fue la siguiente:

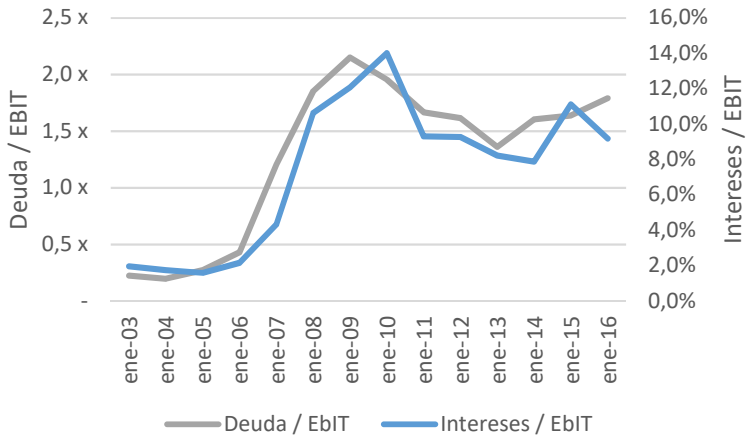
Cuadro 2: **Apertura deuda Home Deot**

Nombre	Fecha Vencimiento	Monto emitido	Cupón %	Tipo de Cupón (Fijo/Flotante)	Yield to Maturity %
Hm Depot 2.25%	10/09/2018	1.150	2,250%	Fijo	1,240%
Hm Depot 2%	15/06/2019	1.000	2,000%	Fijo	1,510%
Hm Depot 3.95%	15/09/2020	500	3,950%	Fijo	1,790%
Hm Depot	01/04/2021	1.350	2,000%	Fijo	1,760%
Hm Depot 4.4%	01/04/2021	1.000	4,400%	Fijo	1,820%
Hm Depot 2.625%	01/06/2022	1.250	2,625%	Fijo	2,040%
Hm Depot 2.7%	01/04/2023	1.000	2,700%	Fijo	2,280%
Hm Depot 3.75%	15/02/2024	1.100	3,750%	Fijo	2,450%
Hm Depot 3.35%	15/09/2025	1.000	3,350%	Fijo	2,520%
Hm Depot 3%	01/04/2026	1.300	3,000%	Fijo	2,570%
Hm Depot 2.125%	15/09/2026	1.000	2,125%	Fijo	2,560%
Hm Depot 5.875%	16/12/2036	3.000	5,875%	Fijo	3,570%
Hm Depot 5.4%	15/09/2040	500	5,400%	Fijo	3,760%
Hm Depot 5.95%	01/04/2041	1.000	5,950%	Fijo	3,800%
Hm Depot 4.2%	01/04/2043	1.000	4,200%	Fijo	3,700%
Hm Depot 4.875%	15/02/2044	1.000	4,875%	Fijo	3,890%
Hm Depot 4.4%	15/03/2045	1.000	4,400%	Fijo	3,730%
Hm Depot 4.25%	01/04/2046	1.600	4,250%	Fijo	3,660%
Hm Depot 3.5%	01/09/2056	1.000	3,500%	Fijo	3,820%

Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Conjuntamente con analizar la estructura de deuda, se analizó la cobertura de intereses y la relación Deuda sobre EBIT. Ambos ratios crecieron desde enero del 2006, tan es así que los costos financieros pasaron de representar un 2,0% del EBIT en ese año a casi el 10% del EBIT en este último trimestre. De todos modos, es posible observar que los costos financieros estarían en condiciones de ser afrontados sin mayores esfuerzos debito al incremento del flujo de fondos libres con el que cuenta Home Depot. Asimismo, la relación Deuda sobre EBIT pasó de 0,2x a niveles cercanos a 1,8x, lo cual nuevamente no es una situación alarmante dado que casi la totalidad de la deuda tiene vencimiento mayor a 2 años. La compañía en sus últimas conferencias de prensa, hace mención de que tiene como límite de endeudamiento, un múltiplo de 2,0x del índice Deuda sobre EBIT.

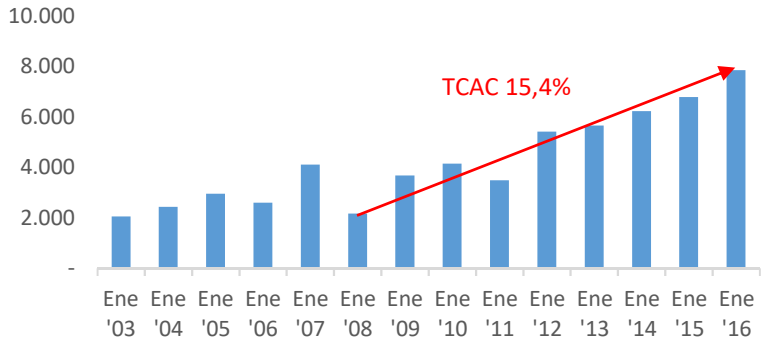
Gráfico 33: **Cobertura de intereses y deuda 2003-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Conjuntamente con dicho incremento de la deuda se combinó con un incremento constante de los flujos de fondos libres, los cuales se incrementaron a una tasa de crecimiento anual compuesta de 15,4% respecto al año 2007.

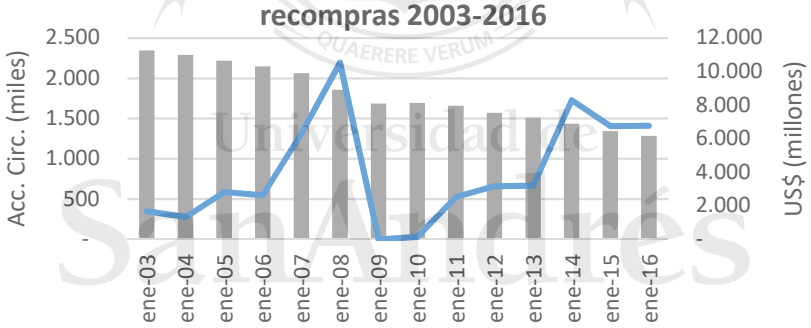
Gráfico 32: **Evolución Flujo de Fondos Libres 2003- 2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Con el fin de profundizar en la decisión respecto a la recompra de acciones, se muestra el gráfico siguiente como la compañía a un ritmo de 4,2% aproximadamente fue reduciendo la cantidad de acciones, es decir las redujo aproximadamente en mil millones de acciones, lo que representó un total invertido de US$ 56.109 millones.

Gráfico 31: **Acciones circulantes y Monto de recompras 2003-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

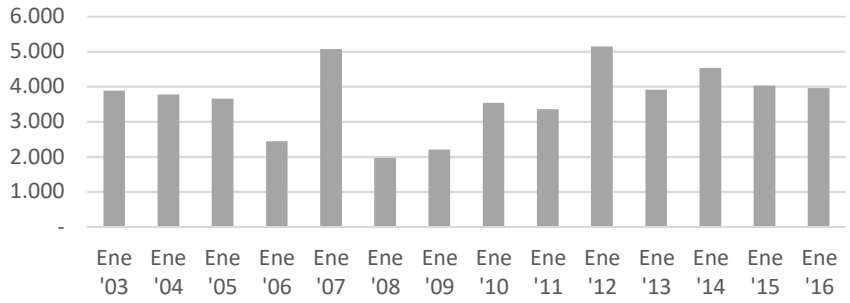
La política de recompra de acciones tiene su sustento en el contexto mundial de bajas tasas de interés existente desde el año 2009.

4.3 Ratios de Gestión

En esta sección se analizará a la compañía respecto a la efectividad y eficiencia en su gestión del capital de trabajo, es decir, a partir de las decisiones y políticas tomadas sobre lo relacionado a las cobranzas, inventarios, cuentas por cobrar, entre otros.

Como podemos ver en el gráfico debajo, el capital de trabajo no tuvo grandes variaciones a lo largo de estos últimos 13 años. El promedio de inversión fue de aproximadamente US$3.600 millones de dólares, a pesar de que en los últimos años se invirtió levemente por encima de este promedio, pero con una tendencia a disminuir.

Gráfico 34: **Evolución Capital de trabajo 2003-2016**

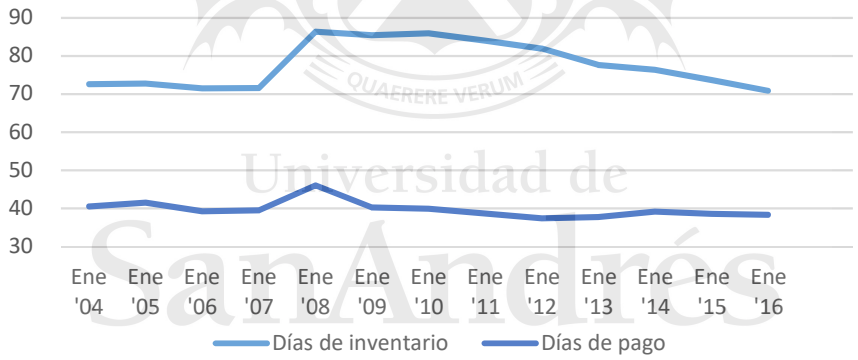


Fuente Bloomberg – Elaboración propia

A pesar de que las ventas se incrementaron el capital de trabajo invertido no siguió la misma tendencia, esto se debió principalmente a políticas implementados en aspectos como inventarios, pagos y cobranza.

El impacto sobre la rotación de inventarios fue directo, los cual pasaron de 86 días en el año 2010 a 70 días en el 2016. Esta mayor rotación y optimización de los mismos tienen relación directa con la puesta en marcha de los centros de distribución. De esta forma se volvió a los niveles previos a la crisis del 2008, inclusive en este último año se mejoró este ratio.

Gráfico 35: **Días de rot. de inventarios y días de pago 2004-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

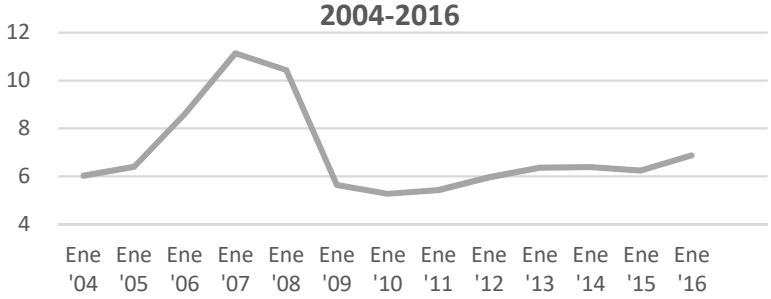
Lo que respecta a los días de pago, la compañía mantuvo su período de pago casi constante a lo largo de los últimos 12 años, a excepción del 2008 que como se puede ver en el gráfico anterior se refleja un pico en el mismo, pero luego se volvió a estabilizar en torno a los 39 días de pago. A pesar de que Home Depot tiene un fuerte poder de negociación con sus proveedores, este ratio nos permite deducir que la relación con los mismos, dado que es estratégica, se basa en una coordinación y apoyo mutuo evitando desgastes en la confianza, pérdida de calidad y demoras en las entregas.

En cuanto a los plazos de cobro, el mismo tiene un promedio de los últimos 12 años de 7 días, pero como se puede observar en el gráfico debajo, en los años previos a la crisis el período de cobro se había incrementado a 10-11 días, pero luego reducirlos evitando inconvenientes financieros dado el contexto de crisis. De todas formas, si se observa desde el año 2009 al 2016, los días de cobro se encuentran alrededor de los 6 días, esto se logró a partir de un convenio celebrado con el banco citi que permitió brindar financiamiento al segmento profesional sin tener que incurrir la compañía en la inversión de capital. En lo que respecta a sus otros dos

Universidad de San Andrés

segmentos de clientes los plazos de financiamiento son muy bajo y son brindados por la compañía.

Gráfico 36: **Plazo de cobro 2004-2016**



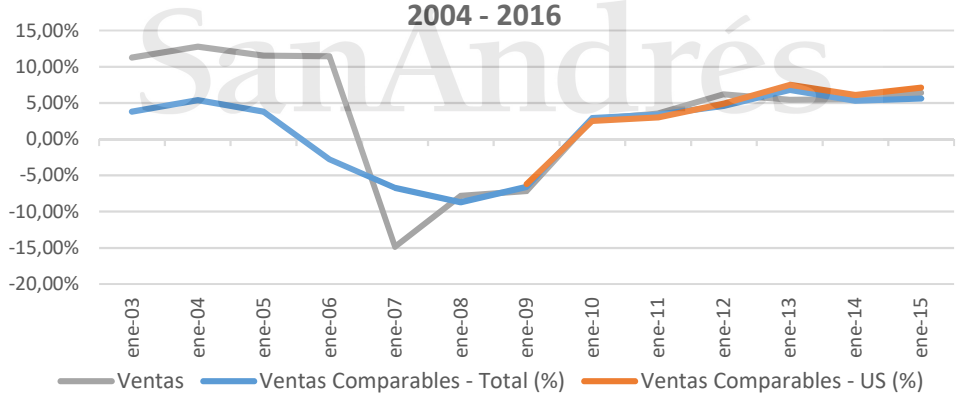
Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Como resumen de esta sección, se puede agregar que la compañía a pesar de incrementar sus ventas, lo cual supondría un incremento en la inversión de capital de trabajo, el mismo se mantuvo constante, e inclusive disminuyo levemente, gracias a una mejora en su manejo de los inventarios y haber sostenido sus días de pago y mejorado sus días de cobro.

4.4 Otros indicadores de la industria

Por las características de la industria donde se encuentra inmersa Home Depot, es que existen ciertos indicadores que son tenidos en cuenta al momento de analizar a la compañía y la industria. Uno de estos indicadores, son las ventas generadas por los mismos locales o SSSG (por sus siglas en ingles de Same Store Sales Growth) el cual permite observar el crecimiento orgánico, pudiendo diferenciarlo del crecimiento por expansión que pudo haber logrado mediante el lanzamiento, creación o compra de nuevos puntos de venta.

Gráfico 37: **Crecimiento ventas vs ventas comparables 2004 - 2016**

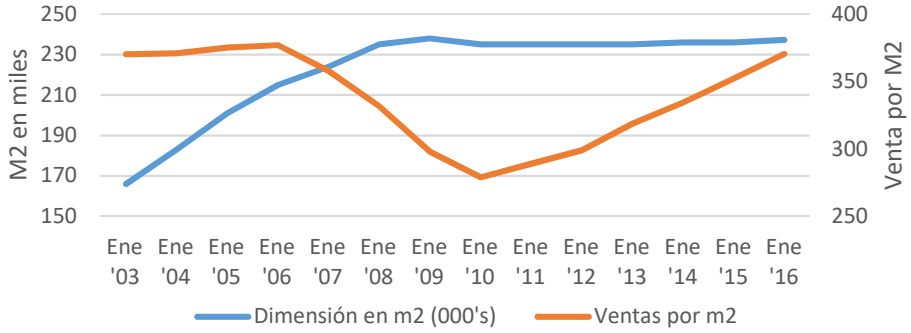


Fuente Bloomberg – Elaboración propia

El gráfico anterior, nos permite observar como desde 2008 el crecimiento que tuvo la compañía fue en su totalidad orgánico. Como veremos a continuación Home Depot a partir de su decisión estratégica englobada dentro de la comercialización interconectada, ha decidido disminuir su expansión su expansión de locales, sobre todo en Estados Unidos donde tiene una fuerte presencia en el mercado, concentrándose en la expansión de sus ventas online. En cambio, en Canadá y México donde la compañía tiene una menor presencia de mercado, por su cantidad de locales, se decidió ir incrementando el número de locales progresivamente.

Otra de las métricas que son analizadas y consideradas en esta industria, es la venta por metro cuadrado, el cual tiene relación con la gran superficie que tienen los locales. Esto como se mencionó en el párrafo anterior, guarda relación con el crecimiento de locales o crecimiento de metros cuadrados destinados a la comercialización.

Gráfico 38: **Evoluación m2 disponibles vs ventas por m2 2003 - 2016**



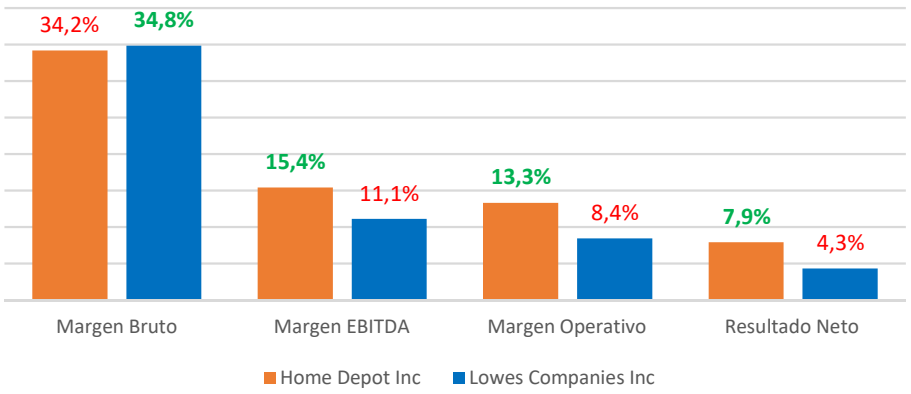
Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Hasta el 2008, se puede verificar la política de crecimiento llevada adelante mediante la inauguración de nuevos locales, es decir mediante la disponibilidad de mayor cantidad de metros cuadrados. Luego de ese año, a partir de la crisis, es que se replanteo la estrategia de crecimiento, tal como se comentó anteriormente. Esta política junto con el crecimiento de las ventas la compañía, generaron que la métrica de ventas por metro cuadrado se haya recuperado a los niveles previos a la crisis.

4.5 Comparación versus competidores

A continuación, se compara a Home Depot frente a sus comparables de mercado respecto al margen bruto, margen operativo y resultado neto, en base a lo reportando en el año fiscal 2015. Cabe aclarar que, en la industria de mejoras del hogar existen una gran cantidad de empresas que podrían ser consideradas en el análisis, pero muchas de ellas no tienen el volumen de ventas, la presencia en el mercado o diversidad de productos que tiene Home Depot, motivo por el cual solo se consideró a Lowe's, quien el principal competidor con similares características para realizar las comparaciones.

Gráifico 39: **Comparación de performance vs comparables**

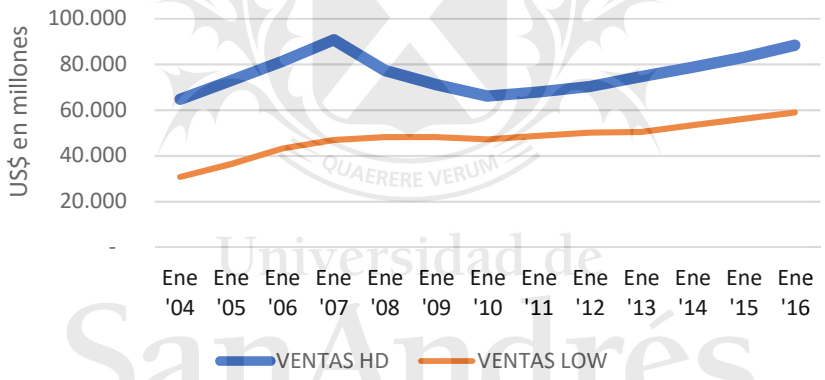


Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Si analizamos los cuatro rubros considerados en el gráfico anterior, podemos ver que Home Depot está por delante de Lowe's en todos ellos, a excepción del margen bruto donde ambas compañías tienen márgenes similares. Esto reforzaría los comentado en el análisis de las 5 fuerzas de Porter respecto a la amenaza que representa la competencia de mercado que existe con Lowe's. De todos modos, Home Depot tiene suficiente margen de maniobra para poder contrarrestar o defenderse frente a posibles avances de la competencia que hagan reducir su participación de mercado. Home Depot tiene una diferencia de aproximadamente 4 puntos básicos de margen en el resultado neto frente a Lowe's.

En cuanto al crecimiento en los últimos años, ambas tuvieron crecimientos positivos de sus ventas en el período considerado. En el caso de Home Depot desde 2004 a la fecha tuvo una TCAC de 2,4%, mientras que Lowe's tuvo un TCAC de 5,1%. Cabe aclarar que, este mayor crecimiento de Lowe's tiene su origen en tasas de crecimiento muy altas (18-20%) en los años previos a la crisis. Por ello, si acotamos el análisis a los años posteriores a la misma, veremos que el crecimiento de Home Depot fue superior en un 1,8% respecto a Lowe's, siendo de 4,8% para Home Depot y 3% para Lowe's. Es preciso mencionar que el volumen de ventas de Home Depot, en términos monetarios, es casi un 50% superior al reportado por Lowe's.

Gráfico 40: **Evolución ventas HD vs LOW**
2004 - 2016

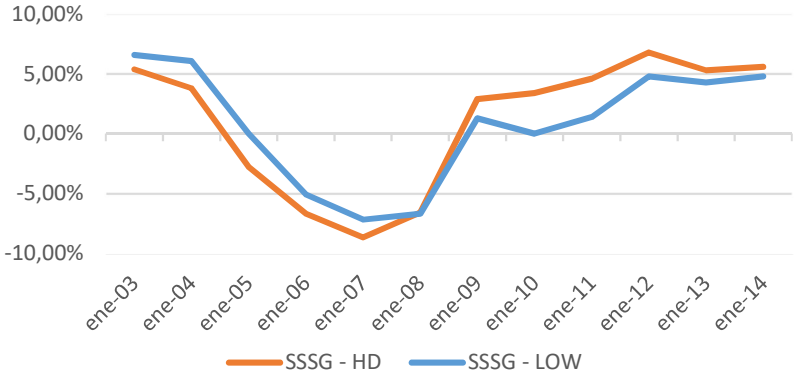


Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Esta diferencia de crecimiento entre ambas, se puede verificar en las ventas generadas por los mismos locales o SSSG, que demuestra que los años posteriores a la crisis Home Depot logró tener un crecimiento orgánico mayor al obtenido por Lowe's durante el mismo período. Este mayor crecimiento orgánico, también se puede explicar en que Lowe's mantuvo su política de crecimiento atado al incremento de locales, en cambio como se vio anteriormente, Home Depot mantuvo casi constante su número de locales.

Universidad de San Andrés

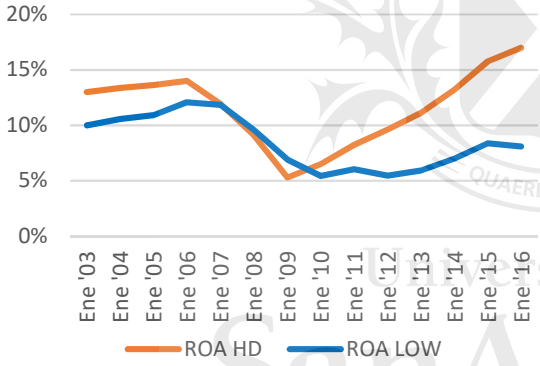
Gráfico 41: **SSSG HD vs LOW**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

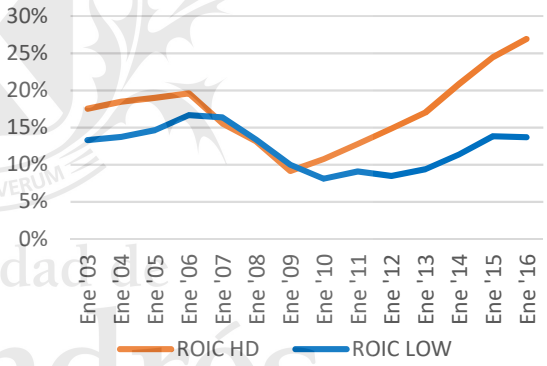
Respecto a sus ratios financieros, Home Depot hace muestra de su fortaleza financiera al exponer mejores ratios en casi la totalidad del período considerado, inclusive evidenciando un recupero y en muchos casos una mejora de los niveles reportados previos a la crisis. En cambio, Lowe's aún está intentando volver a los niveles previos al 2008.

Gráfico 42: **Evolución ROA 2003-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

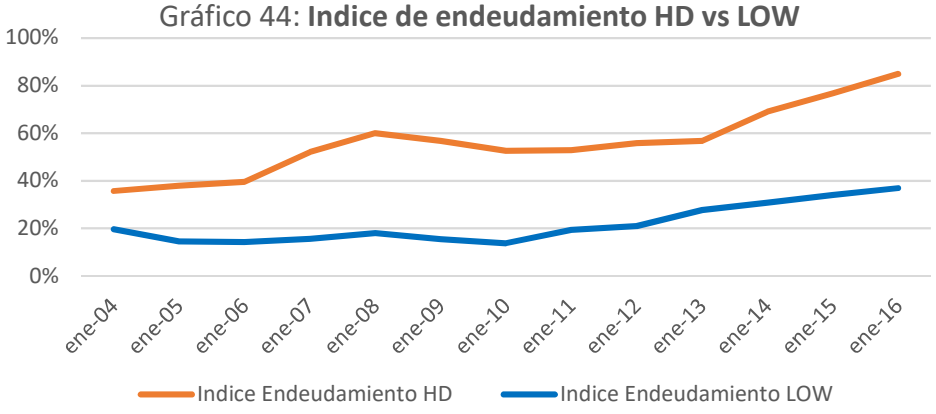
Gráfico 43: **Evol. ROIC HD vs LOW 2003-2016**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

Respecto al endeudamiento, a partir de su política de recompra de acciones financiada mediante la emisión de deuda, Home Depot se diferencia de su competidor, quien mantuvo un nivel de endeudamiento igual en casi todo el período considerado.

Gráfico 44: **Indice de endeudamiento HD vs LOW**



Fuente Bloomberg – Elaboración propia

4.6 Conclusión análisis financiero

Como conclusión del análisis financiero, Home Depot tiene un sólido estado de resultado, demostrado por su crecimiento de ventas a lo largo de los años basándose en un crecimiento orgánico consecuencia del replanteo de su estrategia en cuanto a tener un menor incremento de locales, ser pionero en la comercialización vía online y la inversión en distintos canales de distribución y logística interna. De esta forma, se logró maximizar los inventarios produciendo un aumento en la rotación de los mismos, disminuyendo los gastos de comercialización, administración y generales, como así también reducir su inversión en capital (Capex) con la consiguiente disminución de los gastos de depreciación y amortización. Esto provocó una mejora en los márgenes operativos antes y después de intereses e impuestos.

Respecto a los intereses, a pesar de un fuerte incremento en la deuda que provocando a su vez un cambio en la estructura de capital, la compañía tomó provecho del contexto de tasas bajas para financiar su política de recompra de acciones, permitiendo incrementar el retorno para los accionistas. Asimismo, cabe aclarar que los ratios de deuda sobre EBIT se encuentran en niveles razonables, es decir 1,5 veces el resultado operativo. Además, la estructura de esta deuda es principalmente de largo plazo, con lo cual, ante un cambio del contexto de tasas, la compañía tendría tiempo suficiente para analizar su situación y ver cómo afrontarla. Siguiendo con el mismo punto, los intereses actualmente representan aproximadamente el 10% de los resultados operativos, con lo cual si agregamos la tenencia de efectivo en el rubro en caja y banco que tiene la compañía, podríamos concluir en que Home Depot no tiene mayores riesgos para afrontar sus obligaciones de corto y mediano plazo.

En cuanto a los ratios de rentabilidad, la empresa mostro una muy buena performance histórica y supo sobrellevar de muy buena manera la última recesión económica, y a partir del análisis de las variables macroeconómicas vistas en el capítulo anterior, nos da a entender que en el corto plazo la compañía podría continuar reportando rendimientos similares.

Universidad de SanAndrés

6. VALUACIÓN

6.1. Valuación por DCF

El método de valuación por flujo de fondos descontados (DCF), consiste en determinar el valor de la empresa a partir de la proyección de sus principales variables, para luego descontarlos a una tasa de descuento según las características propias de la compañía.

Para determinar el valor de la compañía, es necesario determinar las siguientes cuestiones:

- Los flujos de cajas futuros
- La tasa de descuento
- El valor terminal

Antes de describir y analizar cada uno de los puntos anteriores, es necesario mencionar que para la valuación se construyeron 3 escenarios:

1) Escenario base: el cual se base principalmente en las proyecciones que la compañía anuncio en sus últimos trimestres, más algunos ajustes a criterio propio, principalmente para los años siguientes y en el valor terminal, para el cual se consideró un crecimiento a perpetuidad similar al mostrado en los últimos 15 años, es decir un 3,7% nominal anual.
2) Escenario optimista: a diferencia del anterior, este escenario se caracteriza por alcanzar los objetivos planteados por los directivos de la compañía, junto con una mejora en varios márgenes y por sobre todo se tomó una tasa de crecimiento a perpetuidad similar a la demostrada en los últimos posteriores a la crisis, de un 5% nominal anual.
3) Escenario negativo: a diferencia de los demás, se consideró un impacto negativo a nivel general buscando simular las condiciones de mercado durante la crisis, junto con una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2,7% nominal anual que se encuentra alineado con el crecimiento mostrado por la compañía en el período 2001-2010.

En el cuadro siguiente se planteó las principales diferencias entre los 3 escenarios.

Principales Variables	Escenario Base	Escenario Optimista	Escenario Negativo
% Δ de las ventas	- Año 2016 6% - 2017/18 6,1% 6,2% - Decrec. hasta 5%	- Año 2016 6,3% - 2017/18 6,5% 6,6% - Decrec. hasta 5,4%	- Año 2016/17/18 4,7% - Decrec. hasta 3,5%
% SSSG	- 2016-20 igual a ventas - Post. 2020 estable 3,0%	- 2016-20 igual a ventas - Estable en 4,5%	- 2016-20 igual a ventas - Decrece hasta 2,3%
Gross Margin sobre ventas	- Constante 34%		
SG&A expenses sobre ventas	- Constante 18,9%	- Año 2016 18,9% - Decrece hasta 17%	- Año 2016 18,8% - Crece hasta 20%
Capex sobre ventas	- Constante 2%	- Constante 2%	- Año 2016 2% - Crece hasta 2,5%
Rotación de Inventarios	- Año 2016 5,2x - Año 2017 5,4x - Desp. Const. en 5,5x	- Año 2016 5,2x - Desp. Const. en 5,4x	- Año 2016 5,2x - Constante en 5,4x
Tasa Impositiva	- Constante 36,5%		
Costo de la deuda	- Año 2016 4,5% - Aumento progresivo hasta 5,5%	- Constante 4,5%	- Año 2016 4,5% - Aumento progresivo hasta 7%

Elaboración propia

Flujos de cajas futuros

Para la proyección de los flujos de caja se consideró un período de 10, es decir, desde los 2 trimestres correspondientes a 2016 hasta el año 2026. A partir de este último año se calculó el valor terminal de la compañía, el cual se explica detalladamente más adelante.

Como se mencionó anteriormente, se plantearon 3 escenarios, de los cuales se tomó el escenario base para el análisis de las variables principales. Tal como se muestra en el cuadro anterior, las principales variables que se consideraron son:

- Crecimiento de las ventas: para el escenario base se tomó un crecimiento de 6% para el año 2016, lo cual guarda relación con la proyección del año que los directivos anunciaron al inicio del mismo. Cabe mencionar que en los últimos trimestres la compañía incremento sus expectativas de crecimiento para el 2016 a un 6,3%, argumentando mejores condiciones de mercado junto con mejores prácticas que vienen demostrando buenas señales y justificando ese incremento de las expectativas de crecimiento. De todos modos, en las conferencias de prensa del primer y segundo trimestre, los analistas tuvieron muchas dudas respecto a si el crecimiento que tuvieron las ventas en lo que transcurrió del año no ocultaban un adelanto de gastos por parte de los consumidores beneficiados por las mejores condiciones climáticas que hubieron y, por otro lado, compras y mejoras que se están realizando con el objetivo de mejorar sus viviendas para ponerlas a la venta aprovechando el escenario de tasas bajas, con las consecuente baja en la demanda para los próximos trimestres del año.
  Asimismo, para los próximos dos años siguientes se esperan que este mercado continúe creciendo a tasas sensiblemente mayores. Es así que se proyectaron crecimientos levemente mayores al actual, en 0,2% y 0,1% respectivamente, impulsado principalmente por el precio de las viviendas y los indicadores de permisos e inicios de construcción.
  Luego el incremento de las ventas ira decreciendo, para ubicarse en el último año en una tasa de crecimiento del 5%.

Proyección Ventas	Ene '17	Ene '18	Ene '19	Ene '20	Ene '21	Ene '22	Ene '23	Ene '24	Ene '25	Ene '26
	AÑO 16	AÑO 17	AÑO 18	AÑO 19	AÑO 20	AÑO 21	AÑO 22	AÑO 23	AÑO 24	AÑO 25
(Millones de US Dollar)										
Ventas en Locales	88.228	92.958	97.738	102.691	107.857	113.289	118.920	124.793	130.652	136.462
% de ventas totales	94,0%	93,3%	92,4%	91,6%	90,9%	90,2%	89,7%	89,3%	88,9%	88,4%
% Crec. Año a Año	5,2%	5,4%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,7%	4,4%
Ventas Online	5.602	6.690	7.988	9.379	10.824	12.276	13.677	14.964	16.373	17.913
% de ventas totales	6,0%	6,7%	7,6%	8,4%	9,1%	9,8%	10,3%	10,7%	11,1%	11,6%
% Crec. Año a Año	19,4%	19,4%	19,4%	17,4%	15,4%	13,4%	11,4%	9,4%	9,4%	9,4%
VENTAS TOTALES	**93.830**	**99.648**	**105.726**	**112.070**	**118.682**	**125.565**	**132.597**	**139.757**	**147.025**	**154.376**
% Crec. Año a Año	*6,0%*	*6,2%*	*6,1%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*	*5,2%*	*5,0%*
Margen Bruto (%)	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
Área de ventas m2 (000's)	237.873	238.395	238.917	239.440	239.962	240.484	241.006	241.528	242.050	242.572
Tamaño Local Prom.	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4
# Locales	2.279	2.284	2.289	2.294	2.299	2.304	2.309	2.314	2.319	2.324
# Locales nuevos	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
% Crec. De locales	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Elaboración Propia

En cuanto a la apertura de las ventas, entre locales y online, se proyecta que las primeras continúen representando la mayor fuente de ingresos para la compañía. De todos modos, las

ventas online irán creciendo a un ritmo alto por los próximos 7 años para luego estabilizarse por debajo de un 10% y alcanzar así casi un 12% de las ventas totales. Esto va en línea con el crecimiento y enfoque que la compañía le está dando a sus ventas y canal de vía online, todo esto acompañado de una buena situación del mercado inmobiliario, respecto al incremento de los precios de las viviendas, como así también los inicios y permisos de construcción. Siguiendo con este punto, las ventas generadas por los mismos locales o SSSG se proyectan que se mantengan en línea con el crecimiento de las ventas totales, dado que la compañía no tiene intenciones de realizar incrementos en sus inversiones de Capex que nos obliguen a pesar en un crecimiento orgánico distinto al de las ventas.

Respecto a los costos de mercadería, o si se analiza directamente el margen bruto de la misma, en los últimos años se ha encontrado alrededor de un 34%, y si consideramos la posición dominante de la compañía en el mercado junto con el poder de negociación que tiene frente a sus proveedores, es difícil creer que este porcentaje vaya a sufrir un cambio significativo. Por lo tanto, se proyectó para los 3 escenarios previstos un margen bruto similar al actual, es decir un 34% respecto a ventas.

En cuanto a la cantidad de locales, la compañía en EEUU no tiene planificado incrementar su número, donde ya cuenta con una gran cantidad, pero si en Canadá y México, donde en el 2016 piensa abrir 5 nuevos locales al igual que el año siguiente. A partir de estos dos datos que brinda la compañía se proyectó un crecimiento de 5 locales anuales. De esta forma, la compañía dentro de 10 años contara con un total de 2.324 locales.

A partir de la proyección de las ventas y costos directos, se procedió a la proyección del estado de resultado, estado de situación patrimonial y cash flow, para así poder obtener un flujo de fondos libres para la firma (free cash flow to firm, por sus siglas en ingles).

Respecto al Estado de Resultado, además de los puntos vistos anteriormente, se considera que la compañía logra estabilizar y mantener los gastos de comercialización y administración entorno al 18,9%, en línea con los objetivos planteados por el management en las conferencias de prensa. Al igual que los gastos en depreciación y amortización, a partir de un menor crecimiento de locales, se proyecta que los mismos se mantengan entorno al 2% sobre ventas. Adicionalmente, como se verifico que el gasto en Capex a lo largo de los años fue disminuyendo hasta estabilizarse en torno al 2% sobre ventas, se consideró esta relación como supuesta de crecimiento para esta variable.

Propiedad, Planta y Equipo	Ene '17	Ene '18	Ene '19	Ene '20	Ene '21	Ene '22	Ene '23	Ene '24	Ene '25	Ene '26
	AÑO 16	AÑO 17	AÑO 18	AÑO 19	AÑO 20	AÑO 21	AÑO 22	AÑO 23	AÑO 24	AÑO 25
Capex	-1.877	-1.993	-2.115	-2.241	-2.374	-2.511	-2.652	-2.795	-2.940	-3.088
% de ventas totales	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Amortización y depreciación	1.744	1.852	1.965	2.083	2.206	2.334	2.464	2.597	2.733	2.869
% de ventas totales	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
% de Propiedad, Planta y Equipo	4,2%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Elaboración propia

En cuanto a la deuda, la compañía no tiene previsto emitir nuevos bonos, excepto que las condiciones de mercado se muestren favorables para la emisión de nuevas deudas. Es por ello, que se proyectó que la compañía mantendrá su nivel de deuda, es decir que emitirá nuevas deudas con el único objetivo de refinanciar las ya existentes, tal como se puede verificar en el cash flow reportando por la compañía en los últimos trimestres.

Con relación al costo de la deuda, en el escenario base se proyecta que la compañía continuará financiándose a una tasa promedio de 4,5% anual en el primer año y dado que irá refinanciando sus deudas, la tasa de interés irá incrementándose progresivamente hasta llegar al 5,5% anual.

Como última variable, la tasa impositiva real se proyecta que se mantendrá constante en torno al 36,5% anual, de acuerdo al promedio de los últimos 10 años previos.

Tasa de descuento

La tasa de descuento se calculó mediante la utilización de la fórmula del Costo Medio Ponderado del Capital o WACC, por sus siglas en ingles de Weighted Average Cost of Capital. A continuación, se muestra la formula a través de la cual se obtiene la tasa de descuento.

$$WACC = K_e \frac{CAA}{CAA + D} + K_d(1 - T)\frac{D}{CAA + D}$$

Donde:

K_e = tasa o costo de oportunidad de los accionistas
K_d = tasa o costo de la deuda financiera
CCA = Capital aportado por los accionistas
D = Deuda financiera contraída por la compañía
T = Tasa impuesto a las ganancias

Como primer paso, se analizó la compañía respecto a las proporciones en las cual se financia con Capital Propio y Deuda. En el caso a la Deuda Financiera, usualmente se utiliza el valor libro de deuda, en el reporte del segundo trimestre del 2016, la compañía reportó un total de $20.943 millones.

En cuanto al capital aportado por los accionistas, se utiliza el valor de mercado del patrimonio o capitalización bursátil, denominado en inglés Market Cap. Al 30 de septiembre de 2016, la compañía tenía una capitalización bursátil de $ 159.563 millones.

Deuda Contraída	20.943	11,52%
Share Price al 30/09/2016	128,68	
Number of Shares	1.240	
Market Capitalization	159.563	87,73%

Elaboración propia

Para determinar el costo de la deuda (K_d), se realizó un promedio ponderado de la deuda emitida hasta el momento por su tasa de rendimiento hasta el vencimiento (yield to maturity, por sus siglas en inglés), la cual es posible corroborar en el cuadro número. Del cálculo anterior se obtuvo una tasa de 3,825% anual, se correcta ya que también guarda relación con las tasas de los últimos bonos emitidos por la compañía.

El costo de oportunidad para los accionistas puede ser calculado mediante dos metodologías: CAPM, es decir Capital Assets Pricing Model, o a través del descuento de los dividendos futuros. Para este trabajo se utilizó el método de CAPM, cuya forma es:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

Donde:

$E(r_i)$ = ke

r_f = tasa libre de riesgo

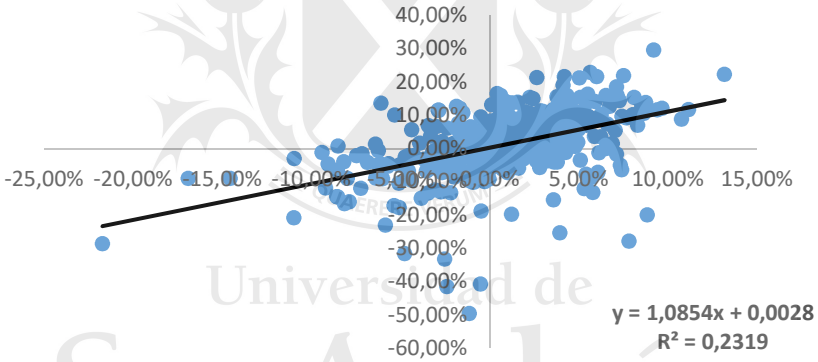
β_{im} = Beta, riesgo del activo respecto al portfolio de mercado

r_m = rendimiento esperado del mercado

La tasa libre de riesgo que se consideró fue la publicado por el mercado al 30 de septiembre de 2016 para el bono del tesoro de EEUU a 10 años, la cual era de 1,608% anual.

En cuanto a la Beta, para el cálculo de la misma, se consideraron los retornos mensuales desde octubre 1984 a septiembre 2016, tanto de HD como del S&P500, siendo este el portafolio de mercado más diversificado y que contiene a HD. La pendiente de la línea de tendencia del gráfico a continuación, nos muestra una beta de 1,0854 (Beta considerando periodos de los últimos 3, 5 y 10 años fue de 1,0654, 1,0436 y 1,0363), y cabe mencionar que al considerar un período de tiempo tan largo permitió obtener un coeficiente de determinación (R^2) más alto, por sobre períodos más cortos.

Gráfico 25: **Estimación Beta**



Fuente Bloomberg - Elaboración propia

En cuanto al retorno esperado por el mercado, debido al contexto de tasas bajas, en lugar de tomar un retorno de mercado del 5%-5,5% anual, se consideró el retorno histórico del mercado, el cual se encuentra en torno al 9%-9,5% anual, para luego descontarle el retorno del activo libre de riesgo. De este modo, la tasa o costo de oportunidad de los accionistas resultó de 9,631% anual.

Una vez que se tienen calculados todas las variables de la fórmula de la WACC, se procedió al cálculo de la misma, siendo la misma de 8,796% anual.

Costo de la deuda	3,825%
Costo de la deuda pos Imp. (Kd)	**2,429%**
Tasa libre de riesgo (Rf)	1,608%
Exceso de rentab. Del mercado	7,392%
Beta	1,09
Costo del Equity (Ke)	**9,631%**
WACC	**8,796%**

Valor Terminal

Para el cálculo del valor terminal se consideró el Flujo de Fondos Libres (FCF) del año 2025 y se aplicó la siguiente formula:

Valor Terminal = [FC*(1+g)] / (CMPC-g)

Donde:
FC = Flujo de fondos del último período
g = tasa de crecimiento
CMPC = Costo Medio Ponderado de Capital o WACC

Para el escenario base se consideró una tasa de crecimiento terminal de 3,7% anual, que surge de considerar la TCAC de las ventas de los últimos 15 años, que guarda relación con el crecimiento promedio anual del PBI de EEUU desde 1990, recordando la fuerte relación que existe entre las ventas de Home Depot y la variación del PBI es consisten que el crecimiento a perpetuidad de la compañía coincida con el crecimiento del PBI nominal de EEUU.

Por otro lado, para el escenario optimista se estimó un crecimiento de un 5,0% anual que guarda relación con la TCAC de las ventas de los últimos 6 años, es decir desde el piso de las ventas posterior a la crisis. En cambio, para el escenario pesimista se estimó una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2,7% anual, la cual surge de calcular la TCAC de las ventas durante el período 2001-2010.

En definitiva, una vez calculados los flujos futuros, la tasa de descuento que se aplicaría y el valor terminal de la compañía, se procedió a calcular el valor de la empresa o Enterprice Value de Home Depot. Luego se le descontó la deuda, las inversiones de corto plazo y la caja, obteniendo de esta forma el valor de la empresa para los accionistas, que al ser dividirlo por el número de acciones es que se obtuvo el precio por acción de la compañía.

Universidad de SanAndrés

Resumen DCF Home Depot

FCFF año 2025	11.366
Valor Terminal	231.305
Valor Terminar Descontado	**108.313**

NPV FCF (2016-2025)	58.513
VP Valor Terminal	108.313
Valor de la empresa	**166.825**

Deuda Total	-20.943
Caja y equivalentes	4.018
FCF del Capital	149.900
Número de Acciones	1.240.000
Precio por acción	**120,89**

Elaboración propia

Proyección Free Cash Flow (en millones de US$) – Escenario base

En el siguiente cuadro se presenta el FCFF proyectado hasta el año 2025, el cual a su vez corresponde al flujo de la perpetuidad, para el escenario base bajo los supuestos que se mencionaron anteriormente.

Free Cash Flow Proyectado	ene-17 6M 2016	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Ventas Totales	44.596	99.648	105.726	112.070	118.682	125.565	132.597	139.757	147.025	154.376
EBIT (Ingreso Operativo)	5.196	13.145	13.947	14.784	15.656	16.564	17.492	18.437	19.395	20.365
% sobre ventas	11,7%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
% Tasa impositiva	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%
EBIT (1- % Tasa Imp.)	3.299	8.347	8.856	9.388	9.942	10.518	11.107	11.707	12.316	12.932
Var. Capital de Trabajo	-334	-745	-88	-1.243	-144	-1.301	-180	-1.329	-204	-1.347
Depreciación Amortización	822	1.852	1.965	2.083	2.206	2.334	2.464	2.597	2.733	2.869
Capex	-1.180	-1.993	-2.115	-2.241	-2.374	-2.511	-2.652	-2.795	-2.940	-3.088
Free Cash Flow de la Firma	**2.607**	**7.462**	**8.619**	**7.986**	**9.630**	**9.040**	**10.739**	**10.181**	**11.904**	**11.366**

FCFF año 2025	11.366
Valor Terminal	231.305
Valor Terminar Descontado	**108.313**

NPV FCF (2016-2025)	58.513
VP Valor Terminal	108.313
Valor de la empresa	**166.825**

Deuda Total	-20.943
Caja y equivalentes	4.018
FCF del Capital	149.900
Número de Acciones	1.240.000
Precio por acción	**120,89**

Elaboración Propia

Análisis de sensibilidad

Crec. Valor Terminal \ WACC	9,30%	9,05%	**8,80%**	8,55%	8,30%
3,20%	102,25	107,25	112,70	118,66	125,20
3,45%	105,41	110,75	116,60	123,02	130,10
3,70%	108,85	114,59	**120,89**	127,84	135,54
3,95%	112,61	118,79	125,62	133,18	141,61
4,20%	116,74	123,44	130,86	139,13	148,41

Universidad de San Andrés

Estado de Resultado Proyectado (en millones de US$) – Escenario base

Estado de Resultados Proyectado	ene-17 AÑO 16	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Ventas	93.830	99.648	105.726	112.070	118.682	125.565	132.597	139.757	147.025	154.376
% Crec. Año a Año	*6,0%*	*6,2%*	*6,1%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*	*5,2%*	*5,0%*
Costo de mercaderia	61.928	65.767	69.779	73.966	78.330	82.873	87.514	92.240	97.036	101.888
Resultado Bruto	**31.902**	**33.880**	**35.947**	**38.104**	**40.352**	**42.692**	**45.083**	**47.517**	**49.988**	**52.488**
% Crec. Año a Año	*5,0%*	*6,2%*	*6,1%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*	*5,2%*	*5,0%*
% sobre las ventas	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
Gtos de Com, Adm y Generales	17.780	18.883	20.035	21.237	22.490	23.794	25.127	26.483	27.861	29.254
Amortización y depreciación	1.744	1.852	1.965	2.083	2.206	2.334	2.464	2.597	2.733	2.869
EBIT (Resultado Operativo)	**12.378**	**13.145**	**13.947**	**14.784**	**15.656**	**16.564**	**17.492**	**18.437**	**19.395**	**20.365**
% Crec. Año a Año	*4,9%*	*6,2%*	*6,1%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*	*5,2%*	*5,0%*
% sobre las ventas	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*
EBITDA	**14.122**	**14.997**	**15.912**	**16.867**	**17.862**	**18.898**	**19.956**	**21.034**	**22.128**	**23.234**
% Crec. Año a Año	*3,7%*	*6,2%*	*6,1%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*	*5,2%*	*5,0%*
% sobre las ventas	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*
Ingresos no operativos - netos	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses	942	984	1.026	1.068	1.062	1.029	981	945	884	829
Gtos inusuales - netos	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado antes de impuestos	**11.448**	**12.161**	**12.921**	**13.716**	**14.595**	**15.535**	**16.511**	**17.492**	**18.511**	**19.536**
Impuesto a las ganancias	4.179	4.439	4.716	5.006	5.327	5.670	6.026	6.385	6.756	7.131
% Tasa impositiva	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*
Resultado Neto	**7.270**	**7.722**	**8.205**	**8.710**	**9.268**	**9.865**	**10.484**	**11.107**	**11.754**	**12.405**
% Crec. Año a Año	*3,7%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,3%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,5%*
% sobre las ventas	*7,7%*	*7,7%*	*7,8%*	*7,8%*	*7,8%*	*7,9%*	*7,9%*	*7,9%*	*8,0%*	*8,0%*

Elaboración propia

Universidad de San Andrés

Estado de Situación Patrimonial Proyectado (en millones de US$) – Escenario base

Balance Proyectado	ene-17 YEAR 16	ene-18 YEAR 17	ene-19 YEAR 18	ene-20 YEAR 19	ene-21 YEAR 20	ene-22 YEAR 21	ene-23 YEAR 22	ene-24 YEAR 23	ene-25 YEAR 24	ene-26 YEAR 25
Caja, Banco e inversiones cortas	1.129	5.127	9.019	12.000	15.826	18.312	21.972	25.032	29.434	33.104
Cuentas por cobrar	1.719	2.114	1.953	2.358	2.207	2.622	2.477	2.898	2.757	3.181
Inventarios	12.009	12.349	13.025	13.871	14.612	15.523	16.300	17.242	18.044	19.006
Otros activos corrientes	605	605	605	605	605	605	605	605	605	605
Total activos corrientes	**15.462**	**20.194**	**24.602**	**28.834**	**33.251**	**37.063**	**41.354**	**45.776**	**50.840**	**55.895**
Activos Intangibles	22.389	22.530	22.679	22.838	23.006	23.183	23.371	23.568	23.776	23.995
Intangible Assets	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106
Otros Activos	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225
Total activos no corrientes	**25.720**	**25.861**	**26.010**	**26.169**	**26.337**	**26.514**	**26.702**	**26.899**	**27.107**	**27.326**
TOTAL ACTIVOS	**41.182**	**46.055**	**50.612**	**55.003**	**59.587**	**63.577**	**68.055**	**72.676**	**77.947**	**83.221**
Deuda de corto plazo y prop. Deuda LP	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Cuentas por pagar	7.197	7.418	8.088	8.349	9.058	9.358	10.089	10.408	11.155	11.487
Otros pasivos corrientes	5.832	6.194	6.572	6.966	7.377	7.805	8.242	8.687	9.139	9.596
Total pasivos corrientes	**13.072**	**13.655**	**14.703**	**15.358**	**16.478**	**17.206**	**18.375**	**19.139**	**20.337**	**21.126**
Deuda de lago plazo	20.900	20.900	20.900	20.900	20.375	19.376	18.130	17.131	16.036	15.036
Deudas impositias	404	429	455	482	511	540	571	601	633	664
Otros pasivos	2.094	2.223	2.359	2.501	2.648	2.802	2.959	3.118	3.281	3.445
Total pasivos no corrientes	**23.397**	**23.552**	**23.714**	**23.883**	**23.534**	**22.718**	**21.659**	**20.851**	**19.949**	**19.145**
TOTAL PASIVOS	**36.470**	**37.208**	**38.417**	**39.241**	**40.012**	**39.924**	**40.034**	**39.990**	**40.287**	**40.271**
Capital	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88
Capital adicional	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549
Resultados Acumulados	34.857	37.996	41.318	44.858	48.640	52.697	57.045	61.686	66.653	71.954
Reseras	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778
Acciones recompradas	-39.004	-38.007	-38.007	-38.007	-38.007	-38.007	-38.007	-38.007	-38.007	-38.007
TOTAL PATRIMONIO NETO	**4.712**	**8.848**	**12.170**	**15.710**	**19.492**	**23.549**	**27.897**	**32.538**	**37.505**	**42.806**
TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVOS	**41.182**	**46.055**	**50.587**	**54.951**	**59.504**	**63.473**	**67.931**	**72.527**	**77.792**	**83.076**

Elaboración Propia

Ratios Proyectados – Escenario base

Ratios	ene-17 AÑO 16	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Crecimiento										
Crec. de Ventas	*6,0%*	*6,2%*	*6,1%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*	*5,2%*	*5,0%*
Crec. Margen Operativo	*4,9%*	*6,2%*	*6,1%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*	*5,2%*	*5,0%*
Crec. Utilidad Neta	*3,7%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,2%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,3%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,5%*
Crec. Ganancia por acción	*8,0%*	*10,6%*	*10,7%*	*7,2%*	*7,5%*	*7,5%*	*7,4%*	*7,1%*	*6,9%*	*6,7%*
Crec. FCF	*9,6%*	*-17,1%*	*15,5%*	*-7,3%*	*20,6%*	*-6,1%*	*18,8%*	*-5,2%*	*16,9%*	*-4,5%*
Rentabilidad										
Margen Bruto	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
Margen Operativo	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*	*13,2%*
Margen Neto	*7,7%*	*7,7%*	*7,8%*	*7,8%*	*7,8%*	*7,9%*	*7,9%*	*7,9%*	*8,0%*	*8,0%*
EBITDA / Venta	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*
FCF / Ventas	*9,6%*	*7,5%*	*8,2%*	*7,1%*	*8,1%*	*7,2%*	*8,1%*	*7,3%*	*8,1%*	*7,4%*
ROE	*131,8%*	*113,9%*	*78,1%*	*62,5%*	*52,7%*	*45,8%*	*40,8%*	*36,8%*	*33,6%*	*30,9%*
ROA	*17,7%*	*16,8%*	*16,2%*	*15,8%*	*15,6%*	*15,5%*	*15,4%*	*15,3%*	*15,1%*	*14,9%*
Liquidez										
Liquidez Corriente	*1,2x*	*1,5x*	*1,7x*	*1,9x*	*2,0x*	*2,2x*	*2,3x*	*2,4x*	*2,5x*	*2,6x*
Liquidez Seca	*0,3x*	*0,6x*	*0,8x*	*1,0x*	*1,1x*	*1,3x*	*1,4x*	*1,5x*	*1,6x*	*1,7x*
Apalancamiento										
Deuda / Capital	*4,4x*	*2,4x*	*1,7x*	*1,3x*	*1,0x*	*0,8x*	*0,7x*	*0,5x*	*0,4x*	*0,4x*
Deuda Neta / Capital	*4,2x*	*1,8x*	*1,0x*	*0,6x*	*0,2x*	*0,0x*	*-0,1x*	*-0,2x*	*-0,4x*	*-0,4x*
Deuda / EBITDA	*1,5x*	*1,4x*	*1,3x*	*1,2x*	*1,1x*	*1,0x*	*0,9x*	*0,8x*	*0,7x*	*0,6x*
Deuda Neta/ EBITDA	*1,4x*	*1,1x*	*0,7x*	*0,5x*	*0,3x*	*0,1x*	*-0,2x*	*-0,4x*	*-0,6x*	*-0,8x*

Elaboración Propia

6.2. Escenarios Alternativos DCF

Como se mencionó anteriormente, se plantearon dos escenarios alternativos de valuación por DCF, uno optimista y otro pesimista. El primero basado en que se cumplen las expectativas del management y se mejoran algunos ratios. Por otro lado, el segundo escenario se basa en que no se logran las expectativas del management junto con una desmejora de las condiciones de mercado generando así una baja en la performance de la compañía, buscando simular de esta manera una situación de crisis similar a la última transcurrida.

Escenario Optimista

En este escenario se hicieron los siguientes supuestos:

- Ventas: en 2016 crecerán un 6.3%, tal como expresaron los directivos de la compañía en la conferencia de prensa del segundo trimestre del 2016. Durante los próximos dos años las ventas crecerán aún más, un 6,5% y 6,6% respectivamente, para luego ir decreciendo lentamente hasta el año 2025 con una tasa de crecimiento del 5,4%.
- Al igual que el escenario base, el margen bruto se mantendrá constante en 34%.
- Gastos de administración y comercialización: en el 2016 representaran el 18,9% de las ventas, pero a diferencia del escenario base irá disminuyendo hasta alcanzar un 17% sobre ventas en el año 2025, debido al incremento de las ventas online que permiten una mejora en estos gastos.
- Capex: se proyecta que se mantenga constante en un 2% al igual que en escenario base.
- Rotación de los inventarios: se suponen que serán 5,2x en 2016 y luego se mantendrán constante en 5,4x.
- Tasa impositiva: al igual que en el escenario base, se mantendrá constante en 36,5%.
- Costo de la deuda, la misma se supone será constante en 4,5% en virtud de que habrá una política de tasas bajas a largo plazo.

Escenario Pesimista

En este escenario se hicieron los siguientes supuestos:

- Ventas: el primer año crecerán un 4,7%, en relación al crecimiento más cercano al crecimiento nominal del PBI de EEUU. Los dos años siguientes las ventas crecerán al mismo ritmo, para luego ir decreciendo este porcentaje hasta llegar a un 3,5%.
- Al igual que el escenario base, el margen bruto se mantendrá constante en 34%.
- Gastos de administración y comercialización: en el 2016 representaran el 18,9% de las ventas, pero a diferencia del escenario base irá aumentado hasta alcanzar un 20% sobre ventas en el año 2025.
- Capex: se proyecta que se mantenga constante en un 2% los primeros años y luego se incremente a 2,5%.
- Rotación de los inventarios: se suponen que serán 5,2x en 2016 y luego se mantendrán constantes en 5,4x.
- Tasa impositiva: al igual que en el escenario base, se mantendrá constante en 36,5%.
- Costo de la deuda, la misma se supone irá incrementándose levente y en el año 2025 será de 7% anual.

Universidad de San Andrés

Resumen valuación escenario optimista

FCFF año 2025	14.214
Valor Terminal	393.201
Valor Terminar Descontado	**184.123**

NPV FCF (2016-2025)	65.223
VP Valor Terminal	184.123
Valor de la empresa	**249.346**

Deuda Total	-20.943
Caja y equivalentes	4.018
FCF del Capital	232.421
Número de Acciones	1.240.000
Precio por acción	**187,44**

Elaboración propia

Resumen valuación escenario pesimista

FCFF año 2025	8.792
Valor Terminal	148.134
Valor Terminar Descontado	**69.366**

NPV FCF (2016-2025)	49.149
VP Valor Terminal	69.366
Valor de la empresa	**118.515**

Deuda Total	-20.943
Caja y equivalentes	4.018
FCF del Capital	101.590
Número de Acciones	1.240.000
Precio por acción	**81,93**

Elaboración propia

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

Proyección Free Cash Flow (en millones de US$) – Escenario Optimista

Free Cash Flow Proyectado	ene-17 6M 2016	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Ventas Totales	44.862	100.212	106.826	113.770	121.051	128.556	136.269	144.173	152.247	160.468
EBIT (Ingreso Operativo)	5.192	13.479	14.689	15.985	17.250	18.577	19.964	21.410	22.914	24.151
% sobre ventas	11,6%	13,5%	13,8%	14,1%	14,3%	14,5%	14,7%	14,9%	15,1%	15,1%
% Tasa impositiva	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%
EBIT (1- % Tasa Imp.)	3.297	8.559	9.328	10.151	10.954	11.796	12.677	13.596	14.550	15.336
Var. Capital de Trabajo	-384	-756	-652	-834	-725	-887	-770	-929	-808	-961
Depreciación Amortización	866	1.904	2.030	2.162	2.300	2.443	2.589	2.739	2.893	3.049
Capex	-1.185	-2.004	-2.137	-2.275	-2.421	-2.571	-2.725	-2.883	-3.045	-3.209
Free Cash Flow de la Firma	**2.594**	**7.703**	**8.568**	**9.203**	**10.108**	**10.781**	**11.770**	**12.523**	**13.590**	**14.214**

FCFF año 2025	14.214
Valor Terminal	393.201
Valor Terminar Descontado	**184.123**

NPV FCF (2016-2025)	65.223
VP Valor Terminal	184.123
Valor de la empresa	**249.346**

Deuda Total	-20.943
Caja y equivalentes	4.018
FCF del Capital	232.421
Número de Acciones	1.240.000
Precio por acción	**187,44**

Análisis de sensibilidad

Crec. Valor Terminal \ WACC	9,30%	9,05%	**8,80%**	8,55%	8,30%
4,5%	150,02	159,23	169,53	181,10	194,19
4,8%	156,47	166,57	177,93	190,78	205,45
5,0%	163,68	174,82	**187,44**	201,83	218,41
5,3%	171,78	184,16	198,28	214,56	233,50
5,5%	180,94	194,81	210,78	229,37	251,29

Elaboración Propia

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

Estado de Resultado Proyectado (en millones de US$) – Escenario optimista

Estado de Resultados Proyectado	ene-17 AÑO 16	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Ventas	94.096	100.212	106.826	113.770	121.051	128.556	136.269	144.173	152.247	160.468
% Crec. Año a Año	*6,3%*	*6,5%*	*6,6%*	*6,5%*	*6,4%*	*6,2%*	*6,0%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*
Costo de mercaderia	62.103	66.140	70.505	75.088	79.894	84.847	89.938	95.154	100.483	105.909
Resultado Bruto	**31.993**	**34.072**	**36.321**	**38.682**	**41.157**	**43.709**	**46.332**	**49.019**	**51.764**	**54.559**
% Crec. Año a Año	*5,3%*	*6,5%*	*6,6%*	*6,5%*	*6,4%*	*6,2%*	*6,0%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*
% sobre las ventas	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
Gtos de Com, Adm y Generales	17.831	18.689	19.602	20.535	21.607	22.690	23.778	24.869	25.957	27.359
Amortización y depreciación	1.788	1.904	2.030	2.162	2.300	2.443	2.589	2.739	2.893	3.049
EBIT (Resultado Operativo)	**12.374**	**13.479**	**14.689**	**15.985**	**17.250**	**18.577**	**19.964**	**21.410**	**22.914**	**24.151**
% Crec. Año a Año	*4,9%*	*8,9%*	*9,0%*	*8,8%*	*7,9%*	*7,7%*	*7,5%*	*7,2%*	*7,0%*	*5,4%*
% sobre las ventas	*13,2%*	*13,5%*	*13,8%*	*14,1%*	*14,3%*	*14,5%*	*14,7%*	*14,9%*	*15,1%*	*15,1%*
EBITDA	**14.162**	**15.383**	**16.719**	**18.147**	**19.550**	**21.019**	**22.553**	**24.150**	**25.806**	**27.200**
% Crec. Año a Año	*4,0%*	*8,6%*	*8,7%*	*8,5%*	*7,7%*	*7,5%*	*7,3%*	*7,1%*	*6,9%*	*5,4%*
% sobre las ventas	*15,1%*	*15,4%*	*15,7%*	*16,0%*	*16,2%*	*16,4%*	*16,6%*	*16,8%*	*17,0%*	*17,0%*
Ingresos no operativos - netos	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses	942	942	942	942	919	874	818	773	724	679
Gtos inusuales - netos	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado antes de impuestos	**11.445**	**12.536**	**13.747**	**15.043**	**16.331**	**17.703**	**19.146**	**20.637**	**22.190**	**23.473**
Impuesto a las ganancias	4.177	4.576	5.017	5.491	5.961	6.462	6.988	7.533	8.099	8.567
% Tasa impositiva	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*
Resultado Neto	**7.267**	**7.961**	**8.729**	**9.552**	**10.370**	**11.241**	**12.158**	**13.105**	**14.091**	**14.905**
% Crec. Año a Año	*3,7%*	*9,5%*	*9,7%*	*9,4%*	*8,6%*	*8,4%*	*8,2%*	*7,8%*	*7,5%*	*5,8%*
% sobre las ventas	*7,7%*	*7,9%*	*8,2%*	*8,4%*	*8,6%*	*8,7%*	*8,9%*	*9,1%*	*9,3%*	*9,3%*

Elaboración Propia

Universidad de San Andrés

Estado de Situación Patrimonial Proyectado (en millones de US$) – Escenario optimista

Balance Proyectado	ene-17 AÑO 16	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Caja, Banco e inversiones cortas	1.101	5.254	8.889	12.748	16.595	20.234	24.195	28.710	33.736	39.103
Cuentas por cobrar	1.729	2.125	1.983	2.392	2.263	2.681	2.560	2.985	2.871	3.301
Inventarios	12.077	12.419	13.694	14.117	15.473	15.951	17.359	17.883	19.333	19.893
Otros activos corrientes	605	605	605	605	605	605	605	605	605	605
Total activos corrientes	**15.512**	**20.404**	**25.171**	**29.862**	**34.937**	**39.472**	**44.719**	**50.184**	**56.545**	**62.903**
Activos Intangibles	22.350	22.450	22.557	22.671	22.792	22.921	23.057	23.201	23.353	23.514
Intangible Assets	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106
Otros Activos	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225
Total activos no corrientes	**25.681**	**25.781**	**25.888**	**26.002**	**26.123**	**26.252**	**26.388**	**26.532**	**26.684**	**26.845**
TOTAL ACTIVOS	**41.193**	**46.185**	**51.059**	**55.864**	**61.060**	**65.723**	**71.107**	**76.716**	**83.229**	**89.747**
Deuda de corto plazo y prop. Deuda LP	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Cuentas por pagar	7.236	7.462	8.206	8.480	9.274	9.581	10.405	10.740	11.589	11.946
Otros pasivos corrientes	5.849	6.229	6.640	7.072	7.525	7.991	8.471	8.962	9.464	9.975
Total pasivos corrientes	**13.128**	**13.734**	**14.889**	**15.595**	**16.841**	**17.615**	**18.918**	**19.745**	**21.096**	**21.964**
Deuda de lago plazo	20.900	20.900	20.900	20.900	20.375	19.376	18.130	17.131	16.036	15.036
Deudas impositias	405	431	460	490	521	553	586	620	655	691
Otros pasivos	2.100	2.236	2.384	2.539	2.701	2.868	3.041	3.217	3.397	3.581
Total pasivos no corrientes	**23.405**	**23.567**	**23.743**	**23.928**	**23.597**	**22.798**	**21.757**	**20.968**	**20.088**	**19.307**
TOTAL PASIVOS	**36.532**	**37.302**	**38.632**	**39.524**	**40.438**	**40.413**	**40.676**	**40.714**	**41.184**	**41.271**
Capital	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88
Capital adicional	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549
Resultados Acumulados	34.821	38.043	41.585	45.499	49.780	54.469	59.590	65.160	71.222	77.691
Reseras	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778
Acciones recompradas	-39.020	-38.018	-38.018	-38.018	-38.018	-38.018	-38.018	-38.018	-38.018	-38.018
TOTAL PATRIMONIO NETO	**4.660**	**8.884**	**12.426**	**16.340**	**20.622**	**25.310**	**30.431**	**36.002**	**42.063**	**48.533**
TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVOS	**41.193**	**46.185**	**51.059**	**55.864**	**61.060**	**65.723**	**71.107**	**76.715**	**83.247**	**89.804**

Elaboración propia

Ratios Proyectados – Escenario optimista

Ratios	ene-17 AÑO 16	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Crecimiento										
Crec. de Ventas	*6,3%*	*6,5%*	*6,6%*	*6,5%*	*6,4%*	*6,2%*	*6,0%*	*5,8%*	*5,6%*	*5,4%*
Crec. Margen Operativo	*4,9%*	*8,9%*	*9,0%*	*8,8%*	*7,9%*	*7,7%*	*7,5%*	*7,2%*	*7,0%*	*5,4%*
Crec. Utilidad Neta	*3,7%*	*9,5%*	*9,7%*	*9,4%*	*8,6%*	*8,4%*	*8,2%*	*7,8%*	*7,5%*	*5,8%*
Crec. Ganancia por acción	*8,0%*	*14,1%*	*14,2%*	*10,5%*	*9,7%*	*9,5%*	*9,3%*	*8,9%*	*8,7%*	*6,9%*
Crec. FCF	*9,5%*	*-14,3%*	*11,2%*	*7,4%*	*9,8%*	*6,7%*	*9,2%*	*6,4%*	*8,5%*	*4,6%*
Rentabilidad										
Margen Bruto	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
Margen Operativo	*13,2%*	*13,5%*	*13,8%*	*14,1%*	*14,3%*	*14,5%*	*14,7%*	*14,9%*	*15,1%*	*15,1%*
Margen Neto	*7,7%*	*7,9%*	*8,2%*	*8,4%*	*8,6%*	*8,7%*	*8,9%*	*9,1%*	*9,3%*	*9,3%*
EBITDA / Venta	*15,1%*	*15,4%*	*15,7%*	*16,0%*	*16,2%*	*16,4%*	*16,6%*	*16,8%*	*17,0%*	*17,0%*
FCF / Ventas	*9,6%*	*7,7%*	*8,0%*	*8,1%*	*8,4%*	*8,4%*	*8,6%*	*8,7%*	*8,9%*	*8,9%*
ROE	*155,9%*	*89,6%*	*70,2%*	*58,5%*	*50,3%*	*44,4%*	*40,0%*	*36,4%*	*33,5%*	*30,7%*
ROA	*17,6%*	*17,2%*	*17,1%*	*17,1%*	*17,0%*	*17,1%*	*17,1%*	*17,1%*	*16,9%*	*16,6%*
Liquidez										
Liquidez Corriente	*1,2x*	*1,5x*	*1,7x*	*1,9x*	*2,1x*	*2,2x*	*2,4x*	*2,5x*	*2,7x*	*2,9x*
Liquidez Seca	*0,3x*	*0,6x*	*0,8x*	*1,0x*	*1,2x*	*1,3x*	*1,4x*	*1,6x*	*1,8x*	*2,0x*
Apalancamiento										
Deuda / Capital	*4,5x*	*2,4x*	*1,7x*	*1,3x*	*1,0x*	*0,8x*	*0,6x*	*0,5x*	*0,4x*	*0,3x*
Deuda Neta / Capital	*4,3x*	*1,8x*	*1,0x*	*0,5x*	*0,2x*	*0,0x*	*-0,2x*	*-0,3x*	*-0,4x*	*-0,5x*
Deuda / EBITDA	*1,5x*	*1,4x*	*1,3x*	*1,2x*	*1,0x*	*0,9x*	*0,8x*	*0,7x*	*0,6x*	*0,6x*
Deuda Neta/ EBITDA	*1,4x*	*1,0x*	*0,7x*	*0,5x*	*0,2x*	*0,0x*	*-0,3x*	*-0,5x*	*-0,7x*	*-0,9x*

Elaboración propia

Proyección Free Cash Flow (en millones de US$) – Escenario Pesimista

Free Cash Flow Proyectado	ene-17 6M 2016	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Ventas Totales	43.445	97.035	101.596	106.269	111.052	115.827	120.576	125.278	129.913	134.460
EBIT (Ingreso Operativo)	5.044	12.607	12.996	13.381	13.761	14.121	14.580	15.148	15.709	16.259
% sobre ventas	11,6%	13,0%	12,8%	12,6%	12,4%	12,2%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
% Tasa impositiva	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%	36,5%
EBIT (1- % Tasa Imp.)	3.203	8.005	8.252	8.497	8.738	8.967	9.258	9.619	9.975	10.324
Var. Capital de Trabajo	-121	-666	-311	-694	-335	-697	-330	-688	-316	-669
Depreciación Amortización	801	1.803	1.888	1.975	2.064	2.153	2.241	2.328	2.415	2.499
Capex	-1.157	-1.941	-2.032	-2.657	-2.776	-2.896	-3.014	-3.132	-3.248	-3.362
Free Cash Flow de la Firma	**2.726**	**7.202**	**7.798**	**7.122**	**7.692**	**7.527**	**8.155**	**8.128**	**8.826**	**8.792**

FCFF año 2025	8.792
Valor Terminal	148.134
Valor Terminar Descontado	**69.366**

NPV FCF (2016-2025)	49.149
VP Valor Terminal	69.366
Valor de la empresa	**118.515**

Deuda Total	-20.943
Caja y equivalentes	4.018
FCF del Capital	101.590
Número de Acciones	1.240.000
Precio por acción	**81,93**

Análisis de sensibilidad

Crec. Valor Terminal \ WACC	9,30%	9,05%	**8,80%**	8,55%	8,30%
2,2%	71,06	74,13	77,43	81,00	84,86
2,5%	72,85	76,09	79,59	83,38	87,49
2,7%	74,78	78,21	**81,93**	85,96	90,35
3,0%	76,86	80,50	84,46	88,77	93,48
3,2%	79,11	82,99	87,22	91,85	96,92

Elaboración propia

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

Estado de Resultado Proyectado (en millones de US$) – Escenario pesimista

Estado de Resultados Proyectado	ene-17 AÑO 16	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Ventas	92.679	97.035	101.596	106.269	111.052	115.827	120.576	125.278	129.913	134.460
% Crec. Año a Año	*4,7%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,6%*	*4,5%*	*4,3%*	*4,1%*	*3,9%*	*3,7%*	*3,5%*
Costo de mercaderia	61.168	64.043	67.053	70.138	73.294	76.446	79.580	82.684	85.743	88.744
Resultado Bruto	**31.511**	**32.992**	**34.543**	**36.132**	**37.758**	**39.381**	**40.996**	**42.595**	**44.171**	**45.717**
% Crec. Año a Año	*3,7%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,6%*	*4,5%*	*4,3%*	*4,1%*	*3,9%*	*3,7%*	*3,5%*
% sobre las ventas	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
Gtos de Com, Adm y Generales	17.562	18.582	19.658	20.775	21.932	23.107	24.175	25.118	26.047	26.959
Amortización y depreciación	1.723	1.803	1.888	1.975	2.064	2.153	2.241	2.328	2.415	2.499
EBIT (Resultado Operativo)	**12.226**	**12.607**	**12.996**	**13.381**	**13.761**	**14.121**	**14.580**	**15.148**	**15.709**	**16.259**
% Crec. Año a Año	*3,6%*	*3,1%*	*3,1%*	*3,0%*	*2,8%*	*2,6%*	*3,2%*	*3,9%*	*3,7%*	*3,5%*
% sobre las ventas	*13,2%*	*13,0%*	*12,8%*	*12,6%*	*12,4%*	*12,2%*	*12,1%*	*12,1%*	*12,1%*	*12,1%*
EBITDA	**13.949**	**14.410**	**14.884**	**15.356**	**15.825**	**16.274**	**16.821**	**17.477**	**18.123**	**18.758**
% Crec. Año a Año	*2,4%*	*3,3%*	*3,3%*	*3,2%*	*3,1%*	*2,8%*	*3,4%*	*3,9%*	*3,7%*	*3,5%*
% sobre las ventas	*15,1%*	*14,9%*	*14,7%*	*14,5%*	*14,3%*	*14,1%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*
Ingresos no operativos - netos	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses	942	984	1.026	1.068	1.062	1.029	981	945	900	1.056
Gtos inusuales - netos	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado antes de impuestos	**11.297**	**11.622**	**11.970**	**12.313**	**12.700**	**13.092**	**13.598**	**14.204**	**14.808**	**15.203**
Impuesto a las ganancias	4.123	4.242	4.369	4.494	4.635	4.779	4.963	5.184	5.405	5.549
% Tasa impositiva	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*	*36,5%*
Resultado Neto	**7.173**	**7.380**	**7.601**	**7.819**	**8.064**	**8.314**	**8.635**	**9.019**	**9.403**	**9.654**
% Crec. Año a Año	*2,3%*	*2,9%*	*3,0%*	*2,9%*	*3,1%*	*3,1%*	*3,9%*	*4,5%*	*4,3%*	*2,7%*
% sobre las ventas	*7,7%*	*7,6%*	*7,5%*	*7,4%*	*7,3%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*

Elaboracion propia

Universidad de San Andrés

Estado de Situación Patrimonial Proyectado (en millones de US$) – Escenario pesimista

Balance Proyectado	ene-17 AÑO 16	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Caja, Banco e inversiones cortas	1.311	5.189	8.555	11.110	13.592	15.332	17.321	19.362	21.841	24.156
Cuentas por cobrar	1.675	2.058	1.850	2.237	2.034	2.421	2.217	2.602	2.395	2.777
Inventarios	11.717	12.002	12.832	13.145	14.001	14.312	15.162	15.462	16.295	16.573
Otros activos corrientes	605	605	605	605	605	605	605	605	605	605
Total activos corrientes	**15.308**	**19.854**	**23.842**	**27.097**	**30.232**	**32.670**	**35.305**	**38.031**	**41.135**	**44.111**
Activos Intangibles	22.387	22.524	22.668	23.350	24.062	24.805	25.578	26.382	27.215	28.078
Intangible Assets	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106	2.106
Otros Activos	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225	1.225
Total activos no corrientes	**25.718**	**25.855**	**25.999**	**26.681**	**27.393**	**28.136**	**28.909**	**29.713**	**30.546**	**31.409**
TOTAL ACTIVOS	**41.026**	**45.709**	**49.841**	**53.778**	**57.625**	**60.806**	**64.214**	**67.744**	**71.682**	**75.520**
Deuda de corto plazo y prop. Deuda LP	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Cuentas por pagar	7.028	7.204	7.697	7.889	8.398	8.590	9.095	9.279	9.775	9.946
Otros pasivos corrientes	5.761	6.032	6.315	6.606	6.903	7.200	7.495	7.787	8.075	8.358
Total pasivos corrientes	**12.832**	**13.279**	**14.055**	**14.538**	**15.344**	**15.832**	**16.633**	**17.110**	**17.893**	**18.347**
Deuda de lago plazo	20.900	20.900	20.900	20.900	20.375	19.376	18.130	17.131	16.036	15.036
Deudas impositias	399	418	437	457	478	498	519	539	559	579
Otros pasivos	2.068	2.165	2.267	2.371	2.478	2.584	2.690	2.795	2.899	3.000
Total pasivos no corrientes	**23.367**	**23.483**	**23.604**	**23.729**	**23.331**	**22.459**	**21.339**	**20.465**	**19.494**	**18.615**
TOTAL PASIVOS	**36.199**	**36.761**	**37.659**	**38.267**	**38.675**	**38.291**	**37.972**	**37.575**	**37.387**	**36.962**
Capital	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88
Capital adicional	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549	9.549
Resultados Acumulados	34.903	38.053	41.288	44.617	48.055	51.606	55.305	59.183	63.244	67.420
Reseras	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778	-778
Acciones recompradas	-38.935	-37.964	-37.964	-37.964	-37.964	-37.951	-37.921	-37.874	-37.808	-37.721
TOTAL PATRIMONIO NETO	**4.828**	**8.948**	**12.182**	**15.512**	**18.950**	**22.514**	**26.242**	**30.168**	**34.295**	**38.558**
TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVOS	**41.026**	**45.709**	**49.842**	**53.778**	**57.625**	**60.805**	**64.214**	**67.743**	**71.682**	**75.520**

Elaboracion propia

Ratios Proyectados – Escenario pesimista

Ratios	ene-17 AÑO 16	ene-18 AÑO 17	ene-19 AÑO 18	ene-20 AÑO 19	ene-21 AÑO 20	ene-22 AÑO 21	ene-23 AÑO 22	ene-24 AÑO 23	ene-25 AÑO 24	ene-26 AÑO 25
Crecimiento										
Crec. de Ventas	*4,7%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,6%*	*4,5%*	*4,3%*	*4,1%*	*3,9%*	*3,7%*	*3,5%*
Crec. Margen Operativo	*3,6%*	*3,1%*	*3,1%*	*3,0%*	*2,8%*	*2,6%*	*3,2%*	*3,9%*	*3,7%*	*3,5%*
Crec. Utilidad Neta	*2,3%*	*2,9%*	*3,0%*	*2,9%*	*3,1%*	*3,1%*	*3,9%*	*4,5%*	*4,3%*	*2,7%*
Crec. Ganancia por acción	*6,6%*	*7,2%*	*7,3%*	*3,9%*	*4,2%*	*4,2%*	*4,9%*	*5,5%*	*5,4%*	*3,8%*
Crec. FCF	*11,1%*	*-21,0%*	*8,3%*	*-8,7%*	*8,0%*	*-2,1%*	*8,3%*	*-0,3%*	*8,6%*	*-0,4%*
Rentabilidad										
Margen Bruto	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
Margen Operativo	*13,2%*	*13,0%*	*12,8%*	*12,6%*	*12,4%*	*12,2%*	*12,1%*	*12,1%*	*12,1%*	*12,1%*
Margen Neto	*7,7%*	*7,6%*	*7,5%*	*7,4%*	*7,3%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*
EBITDA / Venta	*15,1%*	*14,9%*	*14,7%*	*14,5%*	*14,3%*	*14,1%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*
FCF / Ventas	*9,8%*	*7,4%*	*7,7%*	*6,7%*	*6,9%*	*6,5%*	*6,8%*	*6,5%*	*6,8%*	*6,5%*
ROE	*128,7%*	*107,1%*	*71,9%*	*56,5%*	*46,8%*	*40,1%*	*35,4%*	*32,0%*	*29,2%*	*26,5%*
ROA	*17,5%*	*16,1%*	*15,3%*	*14,5%*	*14,0%*	*13,7%*	*13,4%*	*13,3%*	*13,1%*	*12,8%*
Liquidez										
Liquidez Corriente	*1,2x*	*1,5x*	*1,7x*	*1,9x*	*2,0x*	*2,1x*	*2,1x*	*2,2x*	*2,3x*	*2,4x*
Liquidez Seca	*0,3x*	*0,6x*	*0,8x*	*1,0x*	*1,1x*	*1,2x*	*1,2x*	*1,3x*	*1,4x*	*1,5x*
Apalancamiento										
Deuda / Capital	*4,3x*	*2,3x*	*1,7x*	*1,4x*	*1,1x*	*0,9x*	*0,7x*	*0,6x*	*0,5x*	*0,4x*
Deuda Neta / Capital	*4,1x*	*1,8x*	*1,0x*	*0,6x*	*0,4x*	*0,2x*	*0,0x*	*-0,1x*	*-0,2x*	*-0,2x*
Deuda / EBITDA	*1,5x*	*1,5x*	*1,4x*	*1,4x*	*1,3x*	*1,2x*	*1,1x*	*1,0x*	*0,9x*	*0,8x*
Deuda Neta/ EBITDA	*1,4x*	*1,1x*	*0,8x*	*0,6x*	*0,4x*	*0,3x*	*0,1x*	*-0,1x*	*-0,3x*	*-0,5x*

Elaboración propia

6.3. Valuación por Múltiplos

Esta metodología, a diferencia de la valuación por DCF, nos permite realizar el cálculo con mayor rapidez para de esta manera estimar el valor de la compañía. Alguna de las diferencias entre ambos métodos, es que para el DCF se tiene que realizar varias suposiciones y estimar la proyección de las variables que afectan a la compañía.

A pesar del beneficio de la rapidez en el cálculo, para la valuación por múltiplos hay que tener precaución respecto a las empresas comparables que se seleccionan, así como la situación del mercado actual ya que se puede estar frente a un mercado alcista o bajista que puede distorsionar el análisis. Así también, se debe tener cuidado respecto al múltiplo o múltiplos que se utilizaran.

En cuanto a los múltiplos, para este trabajo se utilizaron los siguientes:

- Price Earnings (P/E), como ratio de equity.
- Enterprice Value / EBITDA (EV/EBITDA), ratio de valor de la firma.
- Enterprice Value / Ventas o Sales (EV/Sales), ratio de valor de la firma.

Respecto a la selección de los comparables, como se mencionó anteriormente, la compañía por su volumen de ventas, tamaño de estructura y cantidad de locales, en la industria de mejoras del hogar tiene como único competidor directo a Lowe's. El resto de las empresas del sector difieren enormemente respecto a las características antes mencionadas. Por lo tanto, los analistas del mercado al realizar este tipo de valuaciones utilizan compañías similares, que compiten en determinados rubros con Home Depot, pero no en la totalidad, como es el caso de Walmart, Target, Costco, Wholesale, TJX, entre otras.

Asimismo, podemos encontrar a nivel global ciertas compañías que tienen características similares y se encuentran dentro de la misma industria, contra las cuales fueron puestas bajo a análisis para analizar su comparabilidad, obteniendo los siguientes resultados.

Comparables de HD a nivel Global

Compañías	EBITDA FY 2015	Margen EBITDA Año 2015	Margen Neto Año 2015	Nro de locales	SSSG Año 2015	EV/EBITDA
Kingfisher	1.481	9,30%	5,20%	1.156	2,30%	16,5x
Home Product Center	225	14,20%	6,50%	84	N/A	19,1x
Ace hardware	68	19,10%	12,40%	N/A	N/A	17,6x
Promedio		**14,20%**	**8,03%**			**17,7x**
Home Depot	13.765	15,60%	8,00%	2.275	5,60%	13,4x

Fuente Bloomberg – Elaboración Propia

Como se puede observar existen diferencias muy grandes con las 3 empresas propuestas. Con la única que comparte cierto grado de similitud respecto al múltiplo EV/EBITDA es con Kingfisher, una empresa inglesa que ofrece mismos productos y servicios, pero a pesar de ello las diferencias respecto a márgenes y cantidad de locales son muy diferentes, si a esto le sumamos las diferencias en cuanto al riesgo de mercado en el cual se encuentra inmersa una y otra podemos llegar a la conclusión que no sería correcto considerarlas para este análisis.

Volviendo a los comparables del mercado americano, en el siguiente cuadro se realizó una comparación similar a la anterior, permitiéndonos ver las similitudes y diferencias en cuanto a diferentes variables o mediciones con Home Depot.

Comparables de Home Depot en Estados Unidos

Compañías	EBITDA FY 2015	Margen EBITDA Año 2015	Margen Neto Año 2015	Nro de locales	SSSG Año 2015	ROE 2015	EV/EBITDA
Lowe's	7.473	12,10%	5,20%	1.857	4,80%	28,76%	10,9x
Bed Bath & Beyond	1.674	13,80%	6,80%	1.537	1,00%	31,74%	5,3x
Williams-Sonoma	665	13,10%	6,30%	618	3,70%	25,59%	7,2x
Michaels	838	17,10%	7,50%	N/A	N/A	N/A	9,5x
Restoration Hardware	249	11,80%	4,90%	69	11,00%	N/A	9,3x
Walmart	33.405	6,90%	2,90%	11.528	0,30%	17,23%	8,5x
Target	47.095	32,10%	9,70%	N/A	N/A	22,89%	11,8x
Costco	4.927	4,20%	2,00%	715	4,00%	20,71%	15,6x
TJX	4.325	14,00%	7,40%	3.614	5,00%	52,13%	12,4x
Tile shop Holdings	53	18,10%	5,70%	N/A	N/A	14,53%	17,4x
Promedio		**14,32%**	**5,84%**			**26,70%**	**10,8x**
Rango							**8,5x-12,5x**
Home Depot	13.765	15,60%	8,00%	2.275	5,60%	89,64%	13,4x

Fuente Bloomberg – Elaboración Propia

A diferencia del cuadro comparativo anterior, versus compañías globales, en este se puede apreciar una similitud más cercana entre las distintas compañías, a pesar de que en muchos casos las diferencias de tamaño respecto al número de locales o EBITDA reportado en el último año fiscal pueden llegar a demostrar grandes diferencias. De todos modos, en términos de márgenes de EBITDA y Margen Neto podemos encontrar cierta similitud entre todas.

En el siguiente cuadro se muestra el aporte de cada una de las compañías al promedio.

Compañías	Div. por accion	Div. Yield	Nro Acciones	Precio	Mkt Cap	EV	EBITDA Est. 2016	EPS Est. 2016	Ventas Est. 2016	P/E Est. 2016	EV/EBITDA Est. 2016	EV/Ventas Est. 2016
Lowe's	1,07	1,5%	881	72,21	63.617	81.693	7.928	4,01	64.826	18,0x	10,3x	1,3x
Bed Bath & Beyond	-	-	157	43,11	6.755	8.824	1.492	4,74	12.235	9,1x	5,9x	0,7x
Williams-Sonoma	1,40	2,7%	90	51,08	4.575	4.811	672	3,46	5.164	14,8x	7,2x	0,9x
Michaels	-	-	209	24,17	5.052	7.968	875	1,95	5.292	12,4x	9,1x	1,5x
Restoration Hardware	-	-	41	34,58	1.403	2.309	184	1,65	2.168	21,0x	12,6x	1,1x
Walmart	1,96	2,7%	3.162	72,12	228.043	282.424	32.588	4,34	487.145	16,6x	8,7x	0,6x
Target	2,20	3,2%	6.145	68,68	422.034	554.142	53.152	2,85	69.606	24,1x	10,4x	8,0x
Costco	1,70	1,1%	438	152,51	66.726	76.879	5.395	5,94	127.343	25,7x	14,3x	0,6x
TJX	0,84	1,1%	664	74,78	49.617	53.457	4.478	3,50	33.184	21,4x	11,9x	1,6x
Tile shop Holdings	-	-	51	16,55	851	919	67	0,45	326	36,8x	13,6x	2,8x
Promedio										**19,98x**	**10,40x**	**1,91x**
Rango										**18,0x-24,0x**	**9,0x-13,0x**	**1,0x-3,0x**
Home Depot	2,56	2,0%	1.236	128,68	159.048	184.009	15.204	6,33	94.380	20,3x	12,1x	1,9x

Fuente Bloomberg – Elaboración Propia

Valuación por múltiplo P/E

En relación con la ganancia por acción o earning per share de la compañía, se tomó el estimado por los analistas que la cubren para el año fiscal en curso, es decir el año fiscal 2016, el cual es de US$6,33. Por lo tanto para la construcción del cuadro de sensibilidad se tomó un rango entre US$ 5,33 – US$ 7,33.

Tal como se calculó en el cuadro anterior, el promedio de la industria es de 19,98x, con lo cual se tomó un rango de entre 18,0x – 24,0x.

De esta forma, considerando un EPS de US$ 6,33 y el múltiplo de la industria de 19,98x, obtendríamos un valor de la acción de Home Depot de US$ 132,93.

EPS Est. FY16	Multiplo P/E				
	18,00x	19,50x	21,00x	22,50x	24,00x
5,33	95,94	103,94	111,93	119,93	127,92
5,83	104,94	113,69	122,43	131,18	139,92
6,33	113,94	123,44	132,93	142,43	151,92
6,83	122,94	133,19	143,43	153,68	163,92
7,33	131,94	142,94	153,93	164,93	175,92

Valuación por múltiplo EV/EBITDA

Al igual que el múltiplo anterior, se consideró el EBITDA del consenso de los analistas del mercado que la cubren para el año fiscal en curso, el cual es de US$ 15.204 millones, tomándose un rango de entre US$ 14.204 millones y 16.204 millones.

El múltiplo promedio fue el calculado anteriormente, que es de 10,4x. Tomando un rango de entre 9,0x y 13,0x.

De considerarse los US$ 15.204 millones y el múltiplo promedio de 10,4x, obtendríamos un valor total de Home Depot de US$ 158.062 millones, que al descontar la deuda y la caja que son US$24.961 millones, obtenemos el valor del capital, dando como resultado un valor de US$ 115 por acción.

EBITDA Est. FY16	Multiplo EV/EBITDA				
	9,00x	10,00x	11,00x	12,00x	13,00x
14.204	83,23	94,72	106,22	117,71	129,20
14.704	86,87	98,77	110,67	122,56	134,46
15.204	90,51	102,81	115,12	127,42	139,72
15.704	94,15	106,86	119,57	132,27	144,98
16.204	97,80	110,91	124,02	137,13	150,24

Valuación por múltiplo EV/Ventas

Para el cálculo de este múltiplo se tomó la estimación de ventas de los analistas de mercado para el total del año en curso, el cual es de US$ 94.380 millones, considerando una variación de +- 2.500 millones, estableciéndose un rango de US$ 89.380 a US$ 99.380 millones.

El múltiplo promedio de los comparables es de 1.91x, determinándose un rango de 1,41x a 2,41x.

Sales Est. FY16	Multiplo EV/Ventas				
	1,41x	1,66x	1,91x	2,16x	2,41x
89.380	81,75	99,83	117,91	135,99	154,06
91.880	84,60	103,19	121,77	140,35	158,94
94.380	87,45	106,54	125,63	144,72	163,81
96.880	90,30	109,90	129,50	149,09	168,69
99.380	93,16	113,26	133,36	153,46	173,56

Universidad de San Andrés

Como Resumen de esta metodología de valuación, se obtuvieron valores de precio por acción para el caso de EV/EBITDA y EV/Ventas, más cercanos al valor obtenido mediante el DCF en el escenario base, pero en ambos casos se encuentran por debajo del precio de la acción en el mercado actualmente (US$128 por acción). De todos modos, la valuación mediante el múltiplo P/E que se obtuvo fue el más elevado de los 3, hasta inclusive por encima de la cotización de la acción en el mercado, específicamente un 4% más alto.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

7. Riesgos

En este capítulo se hará un repaso por las métricas, drivers de venta y factores de mercado que fueron analizadas a lo largo de este trabajo, de las cuales se deben hacer algunos comentarios respecto a los riesgos que hay detrás.

Como primer riesgo se encuentra la performance de la economía americana, la cual tal como se vio, es un factor clave en la performance de la empresa. A pesar de que hay varios indicios de que esta economía está recuperada y estable, hay variables que pueden llevar a replantear la situación pudiendo provocar algún estancamiento transitorio que afecte negativamente a Home Depot. La variable que es importante seguir de cerca es la evolución de la tasa de interés de los bonos del tesoro americano, ya que la misma es utilizada como referencia para varias decisiones claves en esta economía.

Otro factor de riesgo que tiene Home Depot, es el nivel de endeudamiento que contrajo en los últimos años. A pesar de que, en los capítulos anteriores, se demostró que no hay nada que nos haga suponer que la misma genere problemas en el cumplimiento de las obligaciones, hay que considerar que ante una caída de las ventas en la industria, la compañía deba ajustar sus gastos o reducir su política de dividendos, afectando directamente la performance de la acción.

La actividad inmobiliaria, como se vio en el capítulo de análisis de la industria, tiene una fuerte correlación con el desarrollo de la compañía. Esta actividad es uno de los pilares de la economía americana, motivo por el cual se presupone que se presta mucha atención al desenvolvimiento de la misma, aplicando incentivos para su crecimiento y restricciones para evitar que la misma tenga inconvenientes. De todos modos, vale la pena recordar que la última crisis económica de Estados Unidos, tuvo su origen en esta actividad y sus actividades satélites, como son los préstamos hipotecarios.

Como se hizo mención en el modelo de las 5 fuerzas, el poder de negociación con los proveedores y clientes es la suficientemente bajo para no generar amenaza alguna, al igual que la posibilidad de la aparición de sustitutos y el ingreso de nuevos competidores al mercado por las barreras de entrada. De todos modos, el factor que representa un riesgo latente, es la competencia de mercado, que hoy en día está concentrada principalmente en el competidor directo que tiene Home Depot que es Lowe's, pero a su vez, existen varias empresas que pueden presentar algún riesgo a futuro, ya que pueden ir tomando impulso y quitando pequeñas porciones de mercado.

Universidad de San Andrés

8. Conclusión

Home Depot consiguió a lo largo de todos estos años un posicionamiento de mercado que la coloca como líder en su industria. Permitiéndole contar con un alto poder de negociación con sus proveedores, con los cuales a su vez ha formado alianzas que le brindan diferenciación respecto a los productos que se ofrecen en el mercado, como así también tener un sistema de aprovisionamiento que le permite ofrecer a sus clientes una variedad de opciones respecto a la distribución y acceso a los productos.

Por su participación de mercado, Home Depot es referente en cuestiones que hacen a esta industria, esto lo obtuvo mediante una primera estrategia de mercado que consistió en la expansión de sus locales, llegando a los más de 2.300 locales, alrededor de un 20% más de locales que Lowe's. Hoy en día a partir de la aparición de internet, la compañía se encuentra en pleno cambio de su estrategia de crecimiento que consiste en brindar a sus clientes una amplia variedad de productos a los cuales se puede acceder, ya sea a través de sus locales o vía online, pudiendo seleccionar entre una variedad de opciones respecto a la distribución de estos productos. Esta nueva estrategia está dando muy buenos frutos, pudiendo verificarse en el crecimiento que tuvieron las ventas online en los últimos años.

Los estados financieros de la compañía muestran resultados atractivos en cuanto a los niveles de ventas y márgenes. Así también la composición del capital de la compañía a pesar de haber mutado a una participación preponderante de la deuda por sobre el capital, la misma se encuentra en niveles razonables que no presentan mayores problemas a futuro, y los mismos están siendo respaldados por flujos de fondos en crecimiento.

La performance de la compañía en la bolsa en los últimos años, ha sido muy buena, tan es así que la acción tuvo un crecimiento aproximado del 20% anual en los últimos 4 años. A esto hay que agregar que la política de dividendos que tienen la empresa es muy buena, distribuyó alrededor del 40% de los resultados por acción que reporto en los últimos 4 años.

En mi opinión, Home Depot es una empresa con fundamentos sólidos que sostiene su recorrido actual, como así también permite proyectar un crecimiento estable sin mayores sobre saltos.

Universidad de San Andrés

9. Bibliografía

Informes y páginas web:

- Home Improvement Research Institute https://www.hiri.org/
- Market Realistist http://marketrealist.com/2015/03/home-improvement-retail-two-horse-race-supremacy/
- Morningstar http://www.morningstar.com/stocks/XNYS/HD/quote.html
- http://www.bidnessetc.com/subindustry/home-improvement-retail-industry/drivers/
- https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Home-Depot-Inc/Profile
- http://www.gurufocus.com/stock/HD
- https://www.ibisworld.com/industry/default.aspx?indid=1031
- http://www.bidnessetc.com/subindustry/home-improvement-retail-industry/overview/
- http://csimarket.com/Industry/Industry_Profitability.php?ind=1306

Reportes Institucionales:

- Reportes Trimestrales y anuales
- Press Releases
- Transcripciones de las conferencias de prensa
- Presentaciones

Libros:

- Koller, T; Goedhart, M y Wessels, D., 2010, "Valuation: measuring and managing the value of companies", quinta edición, John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A., 2006, "Damodaran on Valuation", 2da ed., John Wiley & Sons Inc.

Universidad de San Andrés QUAERERE VERUM