



Universidad de
San Andrés

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

**Valuación de Capital Accionario de Costco
Wholesale Corporation.**

Autor: Galeano, Paula Elena.

DNI: 34.803.532.

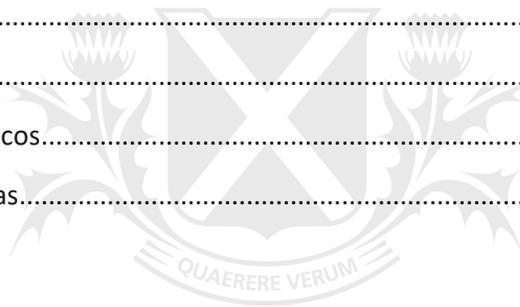
Director del Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein.

Buenos Aires, 17 de octubre de 2019

Índice

1	Resumen Ejecutivo	1
2	Descripción del negocio	2
2.1	Historia	5
2.2	Composición Accionaria	5
2.3	Membresías.....	8
2.4	Evolución de las ventas	9
2.5	Factores claves que afectan a la compañía.....	12
3	Análisis de la Industria.....	14
3.1	Análisis específico de la industria de supermercado en el mercado americano	14
3.2	Principales actores del mercado	16
3.3	Evolución de ventas globales de la industria	20
3.4	Análisis sobre el comportamiento de los consumidores americanos.....	22
4	Análisis Financiero.....	25
4.1	Análisis de la situación Patrimonial.....	25
4.2	Análisis del Estado de Resultados	27
4.3	Análisis de la tendencia.....	31
4.4	Análisis del Estado de Flujos de Caja.....	37
4.5	Comparación con la industria.....	38
5	Valuación	39
5.1	Valuación – Flujo de Fondos Descontados (DCF)	39
5.2	Beta	40
5.3	Tasa Libre de Riesgo	42
5.4	Prima de Riesgo de mercado.....	43
5.5	Costo de Capital Propio.....	44
5.6	Costo de la Deuda	45
5.7	WACC – Costo promedio ponderado del capital.....	46
5.8	Flujo de Fondos Libre	47

5.9	Proyección de Ventas.....	47
5.10	Margen Operativo	48
5.11	Capital de Trabajo	50
5.12	Valor Terminal.....	51
5.13	Resultado del Flujo de Fondos Descontados (DCF).....	51
5.14	Valuación por Múltiplos	54
6	Anexos	57
6.1	DCF – Escenario Base	57
6.2	DCF – Escenario Optimista	59
6.3	DCF – Escenario Pesimista.....	60
7	Bibliografía	61
8	Referencias.....	63
8.1	Referencias Gráficos.....	63
8.2	Referencias Tablas.....	64



Universidad de
San Andrés

1 Resumen Ejecutivo

El objeto del presente trabajo es realizar un análisis financiero de la compañía Costco Wholesale Corporation (en adelante Costco), concluyendo con la valuación de las acciones de la misma.

Costco es una empresa de origen estadounidense que opera una cadena internacional de almacenes que requieren una membresía la cual te permite realizar compras, principalmente ofrece productos de marca y de calidad a precios sustancialmente más bajos que los que normalmente se encuentran en otras tiendas mayoristas y minoristas.

En primer lugar, se procederá a entrarse en el conocimiento de la compañía mediante un análisis de su historia, su industria y sus competidores hasta alcanzar un estudio de la salud financiera de Costco.

El trabajo, luego, se centrará en la valuación de la compañía para lo cual se seguirán dos metodologías (Flujo de Fondos Descontados y Valuación por Comparables o Múltiplos de Valuación) a fin de cotejar la razonabilidad del precio de mercado con el valor arribado por flujos de fondos y valuación relativa. Con el fin de poder estimar el valor de la compañía a través del método de Flujo de Fondos Descontados se debió estimar los siguientes parámetros: beta (0,779), tasa libre de riesgo (2,86%), prima de mercado (6,36%), costo del capital propio (8,02%), costo de la deuda (2,14%), WACC (7,65%) y tasa de crecimiento a perpetuidad (3%). Con estas estimaciones y la proyección del Flujo de Fondos Libre de la compañía se alcanzó un valor del capital accionario para Costco de USD 84,89 por acción al 2 de septiembre de 2018. Como parte de este ejercicio de valuación se sensibilizaron las variables de crecimiento de ventas para conformar un escenario optimista y uno pesimista, arribándose a USD 88,97 y USD 80,97 por acción respectivamente.

Finalmente, para la valuación por múltiplos se seleccionó un grupo de cuatro empresas comparables con Costco dentro de la industria minorista. Se optó por el múltiplo EV/EBITDA para realizar la valuación por comparables alcanzando un precio por acción de USD 134,96. Sensibilizando el múltiplo de EV/EBITDA entre 10,05x y 12,05x y brindando diferentes valores de

EBITDA, se concluyó adicionalmente que el precio de la acción de Costco puede alcanzar valores entre USD 120,19 y USD 150,23 por acción.

2 Descripción del negocio

Los almacenes de Costco presentan una de las más grandes y exclusivas categorías de productos que se encuentran en una misma tienda. Las categorías incluyen comestibles, golosinas, electrodomésticos, televisores y teléfonos, suministros automotrices, neumáticos, juguetes, artículos de ferretería, artículos deportivos, joyas, relojes, cámaras, libros, artículos para el hogar, prendas de vestir, artículos de salud y belleza, muebles, artículos de oficina y equipos de oficina. Muchas sucursales también ofrecen servicios ópticos, estaciones de servicio, talleres de neumáticos o servicios de procesamiento de fotografías. Costco es conocido por llevar marcas nacionales y regionales de alta calidad, con un 100% de satisfacción garantizada, a precios consistentemente más bajos que los tradicionales puntos de venta mayoristas o minoristas.

La mayor parte de las compras se realizan directamente con los fabricantes y son enviadas a los depósitos o directamente a las tiendas. Este proceso crea volumen de carga y eficiencia de manejo, bajando los costos asociados con los canales tradicionales de distribución de pasos múltiples.

Las ventas netas aumentaron USD 12.262 miles o 10% durante 2018, principalmente debido a un aumento del 9% en ventas comparables (es decir en las mismas tiendas) y las ventas en nuevos almacenes abiertos en 2017 y 2018, parcialmente compensadas por el impacto de una semana adicional de ventas en 2017. En los últimos 5 años se presentó una tasa de crecimiento anual compuesta (sus siglas en inglés CAGR) del 5,87% teniendo presente que las ventas para el año 2014 eran de USD 110.212 millones y para 2018 fueron USD 138.434 millones.

Ventas netas de Costco a nivel mundial desde 2014 hasta 2018 (en millones de USD)

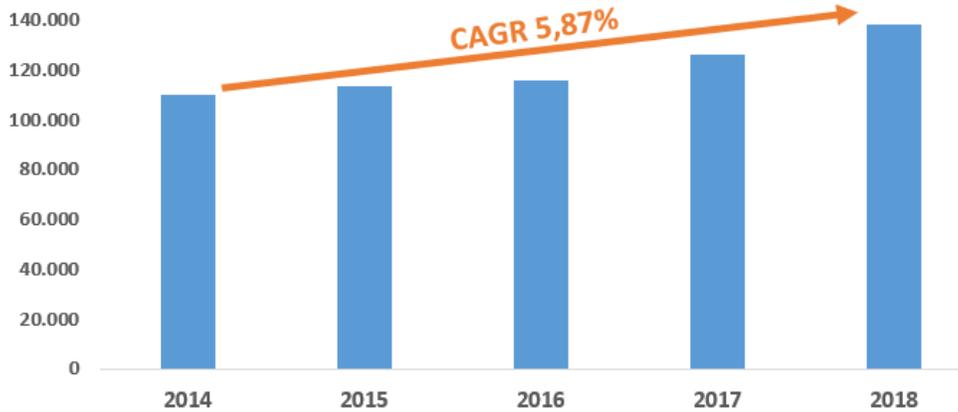


Gráfico 1 - Ventas netas de Costco a nivel mundial desde 2014 hasta 2018 - Fuente de elaboración propia en base a Costco Wholesale Corporation Annual Report 2018.

Por otro lado, el EBITDA (por sus siglas en inglés, lo cual significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) presenta una tendencia ascendente constante que se encuentra en el orden del 7,94% de tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR). Dichas ganancias fueron USD 3.962 millones en 2014 y USD 5.379 millones para el 2018.

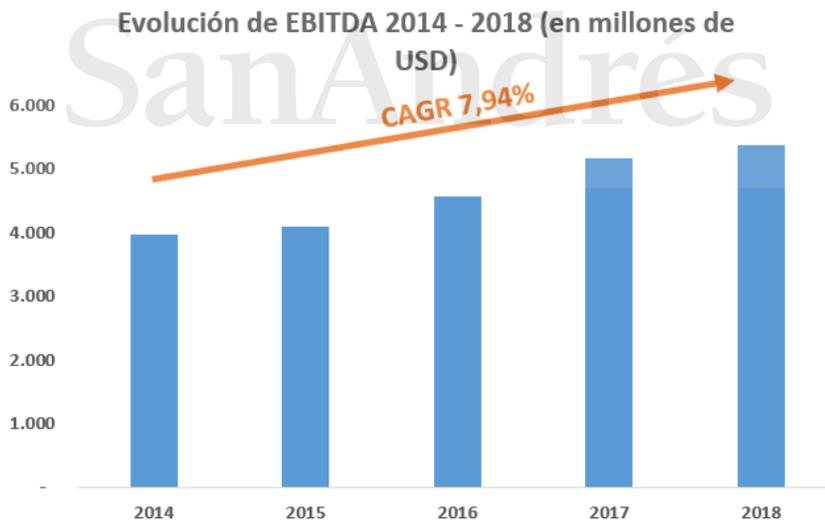


Gráfico 2 - Evolución de EBITDA 2014 - 2018 (en millones de USD) - Fuente de elaboración propia en base a Costco Wholesale Corporation Annual Report 2018.

El tamaño promedio de las tiendas es de aproximadamente 13.470 metros cuadrados, con unidades más nuevas que son un poco más grandes. Los planos de planta están diseñados para la economía y la eficiencia en el uso del espacio de ventas, el manejo de mercancías, y el control de inventario. Debido a que los compradores se sienten atraídos principalmente por la calidad de la mercancía y los bajos precios, los locales de Costco no suelen ser estéticos. Controlando estrictamente las entradas y salidas y utilizando un formato de membresía, estiman que las pérdidas de inventario están muy por debajo de las operaciones minoristas típicas.

Actualmente Costco cuenta con 769 tiendas, incluyendo 533 en los Estados Unidos y Puerto Rico, 100 en Canadá, 39 en México, 28 en el Reino Unido, 26 en Japón, 15 en Corea, 13 en Taiwán, 10 en Australia, 2 en España, 1 en Islandia y 1 en Francia. Costco también opera sitios de comercio electrónico en los Estados Unidos, Canadá, El Reino Unido, México, Corea y Taiwán.

Los miembros también pueden comprar productos de la marca propia Kirkland Signature™, diseñados para ser de igual o mejor calidad que las marcas nacionales, como jugo, galletas, café, artículos para el hogar, equipaje, ropa y detergente. La compañía también opera estaciones de gasolina de autoservicio en varias de sus ubicaciones de Estados Unidos, Canadá, Australia, Japón, Reino Unido, España, México, Taiwán e Islandia.

Además, Costco Wholesale Industries, una división de la compañía, opera negocios de manufactura, que incluyen envasado de alimentos especiales, laboratorios ópticos, procesamiento de carne y distribución de joyas. Estas empresas tienen el objetivo común de proporcionar a los miembros productos de alta calidad a precios sustancialmente más bajos.

Según Craig Jelinek, Presidente, CEO (Director Ejecutivo) y Director de la compañía, *"Costco puede ofrecer precios más bajos y mejor calidad debido a que elimina virtualmente todos los costos históricamente asociados con los mayoristas y minoristas convencionales, incluidos vendedores, edificios de lujo, entrega, facturación y cuentas por cobrar. Ejecutamos una operación ajustada con gastos generales extremadamente bajos, lo que nos permite transferir ahorros dramáticos a nuestros miembros"*.

2.1 Historia

La primera tienda inaugurada en 1976 con el nombre de “Price Club” se encontraba en un ex hangar de aviones en Morena Boulevard en San Diego, California. Originalmente, sólo vendía a pequeñas empresas, pero la compañía descubrió que podía lograr un mejor poder de compra al atender también a una audiencia seleccionada de miembros no comerciales. Con ese cambio, el crecimiento de la industria de las tiendas con membresía estaba en marcha. En 1983, se abrió el primer almacén de Costco en Seattle. Costco se convirtió en la primera compañía en crecer de cero a USD 3 mil millones en ventas en menos de seis años. Cuando Costco y Price Club se fusionaron en 1993, la compañía combinada, que operaba bajo el nombre de PriceCostco, tenía 206 tiendas que generaban USD 16 mil millones en ventas anuales.

La filosofía operativa ha sido simple, mantener los costos bajos y pasar los ahorros a los miembros. Su gran base de miembros y tremendo poder de compra, combinados con la búsqueda sin fin de eficiencia, dan como resultado los mejores precios posibles para los miembros.

2.2 Composición Accionaria

La Compañía salió a bolsa el 5 de diciembre de 1985 y actualmente cotiza en el “National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ)” con el símbolo “COST”. De acuerdo con la información provista por NASDAQ al 08/07/19 el capital accionario ascendía a 440 millones de acciones de las cuales 72,13% pertenecen a inversores institucionales.

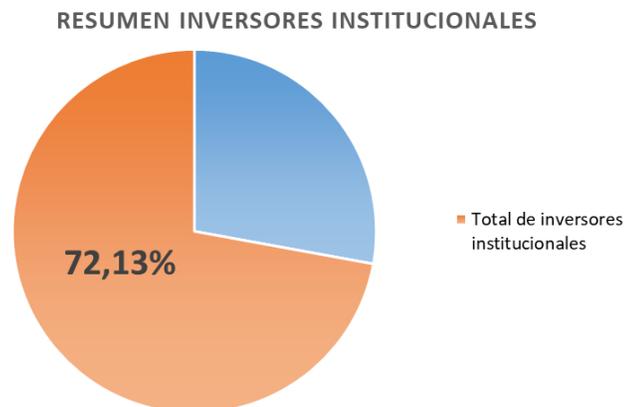


Gráfico 3 - Resumen de inversores institucionales - Fuente elaboración propia en base a la información provista en www.nasdaq.com.

5 PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES

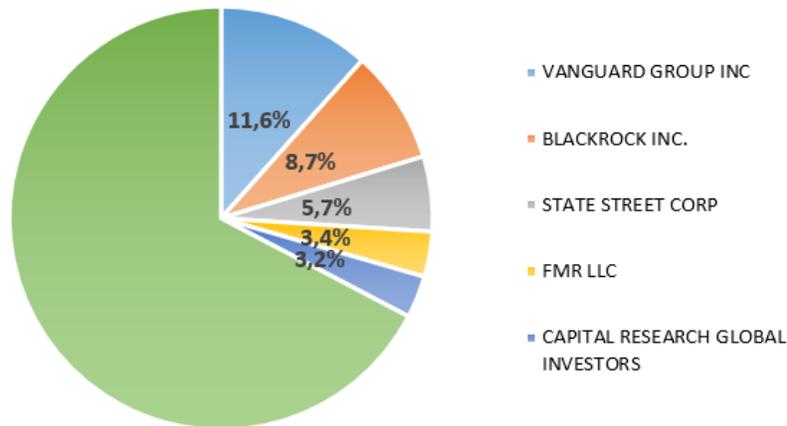


Gráfico 4 - 5 Principales Inversores Institucionales - Fuente de elaboración propia en base a la información provista en www.nasdaq.com

Los inversores institucionales se encuentran diversificados y en cuanto al capital en manos de empleados de la compañía no representan un porcentaje importante ya que los mismos no llegan al 1% del total de las acciones.

El siguiente gráfico compara el rendimiento total acumulado de los accionistas (apreciación del precio de las acciones más dividendos) de las acciones comunes ("COST") de los últimos cinco años con el rendimiento total acumulado del Índice S&P 500 y el Índice minorista S&P 500.

La información provista es desde el 1 de septiembre de 2013 hasta el 2 de septiembre de 2018. El gráfico asume la inversión de USD 100 en acciones comunes de Costco, el Índice S&P 500 y el Índice minorista S&P 500.

Gráfico comparativo de las ganancias acumuladas en los últimos 5 años

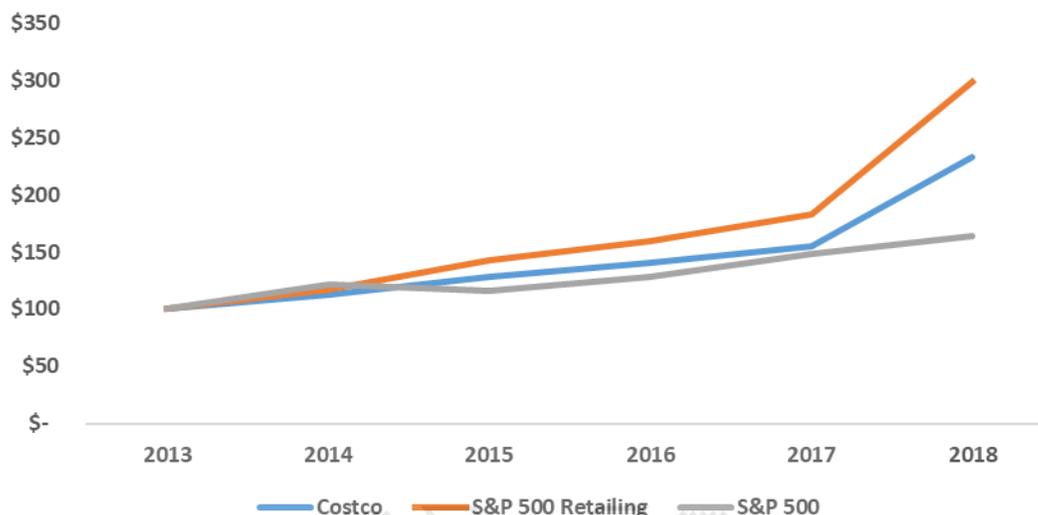


Gráfico 5 - Gráfico comparativo de las ganancias acumuladas en los últimos 5 años - Fuente elaboración propia en base a información provista por Yahoo Finance.

La siguiente tabla muestra los precios de cierre máximos y mínimos trimestrales de las acciones comunes según lo informado por NASDAQ para cada trimestre durante los últimos dos años fiscales y el dividendo trimestral en efectivo declarado por acción.

	PRECIO PROMEDIO DE LAS ACCIONES "COST"		DIVIDENDO EN EFECTIVO DECLARADO
	Máximo	Mínimo	
2018			
4TO TRIMESTRE	USD 233,13	USD 195,48	USD 0,57
3ER TRIMESTRE	USD 197,16	USD 180,84	USD 0,57
2DO TRIMESTRE	USD 198,91	USD 172,16	USD 0,50
1ER TRIMESTRE	USD 173,42	USD 154,61	USD 0,50
2017			
4TO TRIMESTRE	USD 182,20	USD 150,44	USD 0,50
3ER TRIMESTRE	USD 182,45	USD 164,55	USD 7,50
2DO TRIMESTRE	USD 172,00	USD 150,11	USD 0,45
1ER TRIMESTRE	USD 163,98	USD 142,24	USD 0,45

Tabla 1 - Precios máximos y mínimos de la acción "COST" - fuente de elaboración propia base Costco Wholesale Corporation Annual Report 2018.

2.3 Membresías

Costco está abierto sólo para miembros y ofrece tres tipos de membresía: ejecutiva, empresarial y “gold star”. A los miembros ejecutivos se les ofrecen ahorros adicionales en los servicios de Costco, como seguros de automóviles y viviendas, el programa de automóviles de Costco, impresión de cheques, protección de identidad, procesamiento de pagos y entrega de agua embotellada. Los Miembros ejecutivos en los Estados Unidos obtienen una recompensa anual del 2% (hasta USD 1.000) en las compras calificadas de Costco. Todos los tipos de membresía incluyen una tarjeta de hogar gratis. Las tarjetas de membresía de Costco se aceptan en todas las ubicaciones de Costco en el mundo y en internet en Costco.com.

Los miembros de la categoría empresarial califican por ser propietario u operar un negocio, y pagan una tarifa anual (USD 60 en los Estados Unidos) para comprar para reventa, uso comercial y personal. Esta tarifa incluye una tarjeta de hogar gratis. Los miembros comerciales pueden comprar hasta seis tarjetas de membresía adicionales (USD 60 cada una) para socios o asociados en el negocio.

Los miembros “gold star” pagan una tarifa anual de USD 60 (en los Estados Unidos) que permite comprar para uso personal. Las personas que no son dueños de un negocio pueden registrarse para obtener una membresía “gold star”. Esta tarifa incluye una tarjeta de hogar gratis.

La tasa de renovación de miembros fue del 90% en los Estados Unidos y Canadá y del 88% a nivel mundial a finales de 2018. La mayoría de los miembros renueva dentro de los seis meses posteriores a la fecha de renovación. La evolución de las membresías es la siguiente (expresada en miles):

Evolución de la cantidad de Membresías Costco (en miles)

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
“GOLD STAR”	40.700	38.600	36.800	34.000	31.600	28.900	26.700	25.000	22.500	21.500
EMPRESARIAL Y ASOCIADOS	10.900	10.800	10.800	10.600	10.400	10.100	10.200	10.300	9.100	9.100
SUBTOTAL MIEMBROS DOMÉSTICOS	51.600	49.400	47.600	44.600	42.000	39.000	36.900	35.300	31.600	30.600
TOTAL DE MIEMBROS	94.300	90.300	86.700	81.300	76.400	71.200	67.000	64.000	58.000	56.000

Tabla 2 - Evolución de la cantidad de Membresías Costco (en miles) - Fuente elaboración propia en base Costco Wholesale Corporation Annual Report.

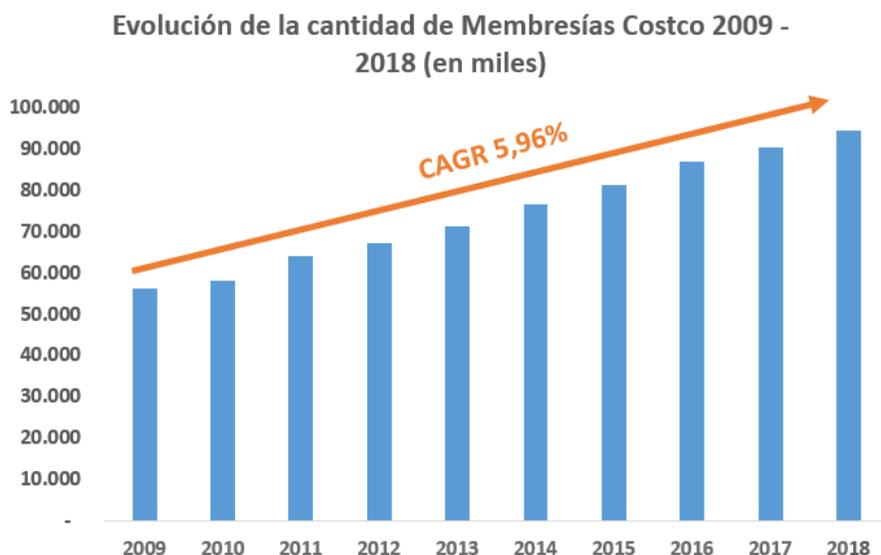


Gráfico 6 - Evolución de la cantidad de Membresías Costco 2009-2018 (en miles) - Fuente de elaboración propia en base Costco Wholesale Corporation Annual Report

En la siguiente tabla se podrá observar el aumento correspondiente al ingreso por la cuota de la membresía de los últimos 3 años. Dicho crecimiento (2018 vs.2017) se debió principalmente al aumento de la cuota anual y al aumento del registro de membresía en tiendas nuevas y existentes. El crecimiento en las membresías tuvo un impacto positivo de aproximadamente USD 289 millones en el año fiscal 2018 y tendrán un impacto positivo en el año fiscal 2019, principalmente los primeros dos trimestres, en aproximadamente USD 70 millones.

Evolución de Membresías Costco (en millones USD)

	2018	2017	2016
Cuotas de membresías (en millones)	USD 3.142	USD 2.853	USD 2.646
Crecimiento del ingreso de cuotas de membresías	10%	8%	4%
Porcentaje del ingreso por cuotas de membresía en relación con las ventas netas	2,27%	2,26%	2,28%

Tabla 3- Evolución de las membresías - Fuente elaboración propia en base Costco Wholesale Corporation Annual Report 2018.

2.4 Evolución de las ventas

Las ventas netas aumentaron USD 12.262 miles o 10% durante 2018, principalmente debido a un aumento del 9% en ventas comparables (es decir en las mismas tiendas) y las ventas

en nuevos almacenes abiertos en 2017 y 2018, parcialmente compensadas por el impacto de una semana adicional de ventas en 2017. Para el año 2018 el 41% de las ventas correspondían al segmento alimentos y artículos varios (alimentos secos, alimentos empacados, comestibles, bocadillos, dulces, bebidas alcohólicas y no alcohólicas y productos de limpieza), 16% equipamiento del hogar (los principales electrodomésticos, aparatos electrónicos, productos de salud y belleza, ferretería, jardín y patio), 14% alimentos frescos (carne, productos, delicatessen y panadería), 11% pequeños artículos (ropa y pequeños electrodomésticos) y 18% artículos auxiliares (ingresos de las gasolineras y farmacias).

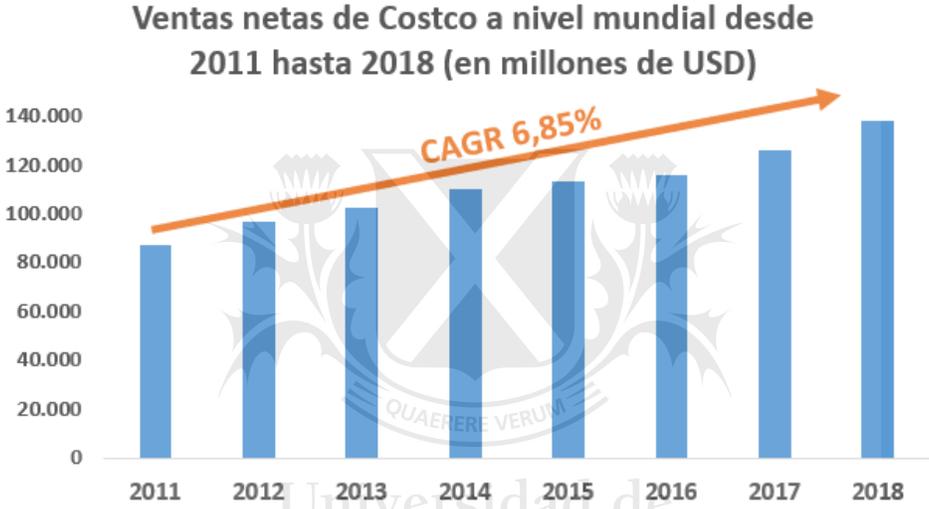


Tabla 4 – Ventas netas de Costco a nivel mundial desde 2011 hasta 2018 (en millones de USD) – Fuente elaboración propia en base a Costco Wholesale Corporation Annual Report 2018.

Durante el 2018 se invirtieron USD 3.000 millones en expandir y abrir nuevas tiendas, situación que se ve reflejada a lo largo de la historia en la estrategia de Costco. En los últimos 9 años la apertura de tiendas tuvo un crecimiento sostenido, el cual en promedio es del 4%.

Evolución cantidad de tiendas

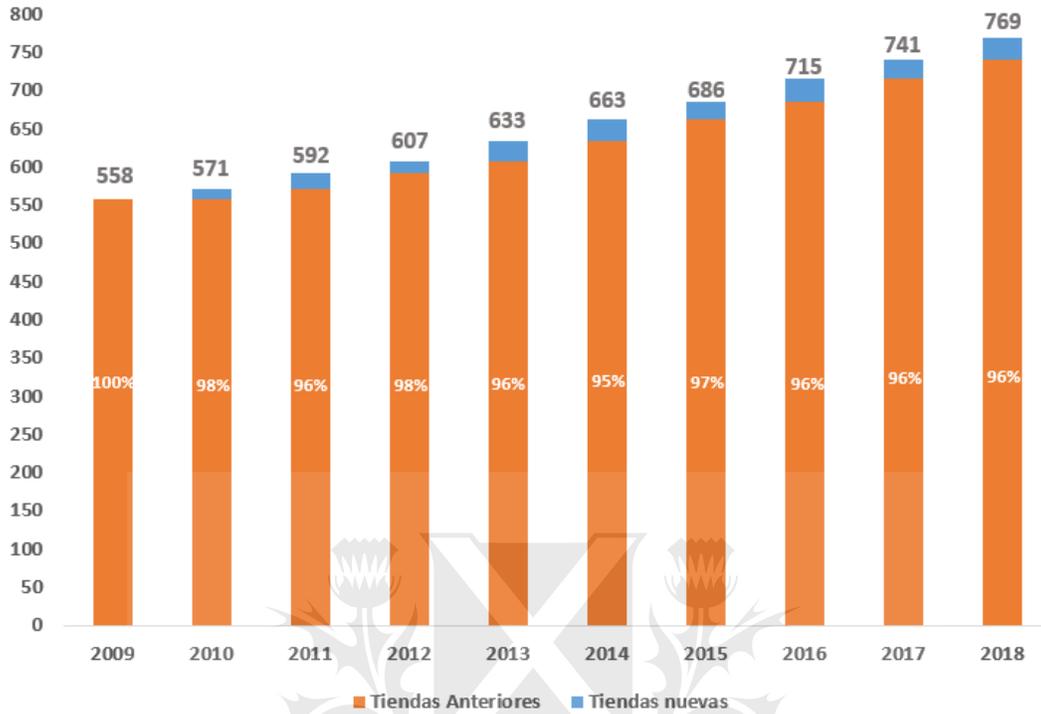


Gráfico 7 - Evolución cantidad de tiendas - Fuente elaboración propia en base Costco Wholesale Corporation Annual Report 2018.

Desde el 2009 se observa que la venta promedio por tienda presenta en general tasas de crecimiento (salvo por los años 2015 y 2016). El año 2018 presentó el crecimiento interanual más alto del periodo, el cual alcanzó el 8%. La venta promedio por tienda creció un 34% en todo el periodo (comparando 2018 versus 2009).

Venta promedio por tienda (en millones de USD)

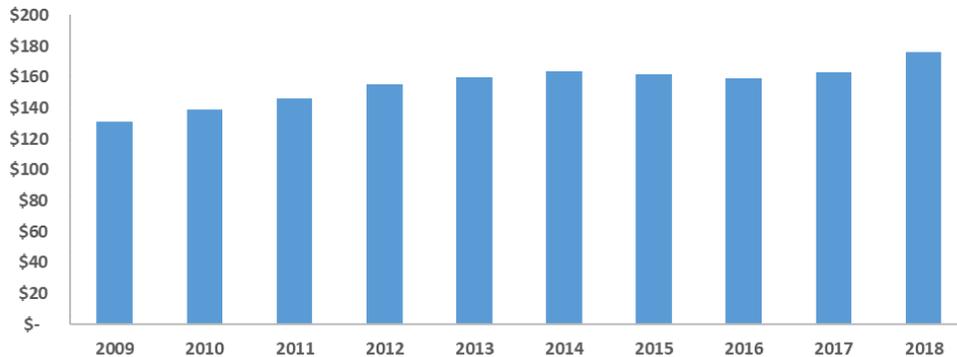


Gráfico 8 - Venta promedio por tienda - Fuente elaboración propia en base Costco Wholesale Corporation Annual Report 2018.

Respecto a las ventas comparables (“same store sales”), en los últimos 5 años presenta una tendencia creciente con un CARG del 3,44% y alcanzando un pico alto en 2018 del 9%.

Variación interanual de ventas comparables					
	2014	2015	2016	2017	2018
Estados Unidos	5%	3%	1%	4%	9%
Canadá	2%	-5%	-3%	5%	9%
Otros internacional	3%	-3%	-3%	2%	11%
Total Compañía	4%	1%	0%	4%	9%

Gráfico 9 - Variación interanual de ventas comparables - Fuente elaboración propia en base Costco Wholesale Corporation Annual Report 2018.

Costco sigue siendo fuerte y competitivo en el dinámico clima minorista de hoy. Continúan abriendo almacenes a nivel nacional e internacional, expandiendo y mejorando el negocio de comercio electrónico, y agregando productos bajo la marca propia “Kirkland Signature™”. Dicha marca ha sido reconocida mundialmente como calidad de oro y valor excepcional. En 2018, las ventas de “Kirkland Signature” superaron los USD 39.000 millones, en comparación con los USD 35.000 millones del año anterior. También ampliaron la selección en prendas de vestir, alimentos frescos y orgánicos, productos básicos para el hogar, artículos deportivos y productos de salud y belleza, incluida la introducción de una nueva máquina de afeitar.

2.5 Factores claves que afectan a la compañía

Analizando el desempeño y funcionamiento de la compañía se lista a continuación los factores claves que consideró afectan a la misma:

- Altamente dependientes del desempeño financiero de las operaciones en Estados Unidos y Canadá.

El desempeño financiero y operativo depende en gran medida de las operaciones en los Estados Unidos y Canadá, que durante el 2018 representó el 87% y el 83% de las ventas netas y los ingresos operativos, respectivamente. Dentro de los Estados Unidos, se observa una gran dependencia al desempeño del estado de California, que para el 2019 significó el 30% de las

ventas netas de Estados Unidos. Cualquier desaceleración sustancial o disminución sostenida en estas operaciones podría afectar de manera adversa el negocio y resultados financieros.

- Posible incapacidad de mantener el crecimiento de la membresía, la lealtad y el reconocimiento de la marca podría afectar enormemente los resultados.

La lealtad y el crecimiento de la membresía son esenciales para el negocio. La medida en que logren un crecimiento en la base de miembros y mantengan altas tasas de renovación influye significativamente en la rentabilidad del negocio. El daño a las marcas o reputación puede afectar negativamente las ventas comparables, disminuir la confianza de los miembros y reducir las tasas de renovación de miembros y, en consecuencia, las ventas netas y los ingresos por cuotas de membresía, impactando negativamente los resultados operativos.

- Es posible que no logren implementar la estrategia de crecimiento, incluida la expansión del negocio en mercados existentes y nuevos mercados, lo que podría tener un impacto adverso en la situación financiera y resultados operativos.

El crecimiento del negocio depende, en parte, de la capacidad de adquirir propiedades y construir o alquilar nuevas tiendas y depósitos. Compiten con otros minoristas y empresas por ubicaciones adecuadas. El uso del suelo local y otras regulaciones que restringen la construcción y operación de las tiendas y depósitos, así como las acciones de la comunidad local que se oponen a la ubicación de las tiendas en sitios específicos, las leyes locales que restringen las operaciones y las regulaciones ambientales pueden afectar la capacidad para encontrar ubicaciones adecuadas y aumentar el costo de las propiedades y de la construcción, alquiler y operación de almacenes y depósitos.

- Al ser una empresa con presencia en varios países presentan riesgos asociados con los factores legislativos, judiciales, contables, regulatorios, políticos y económicos específicos de los países o regiones en las que operan, que podrían afectar adversamente el negocio, situación financiera y resultados operativos.

Durante 2018, operaron 235 almacenes fuera de los Estados Unidos, y planean en continuar expandiendo la presencia internacional. Los futuros resultados operativos a nivel internacional podrían verse afectados negativamente por una variedad de factores, muchos similares a los que enfrentan en los Estados Unidos, algunos de los cuales están fuera del control

de la compañía. Estos factores incluyen condiciones políticas y económicas, restricciones regulatorias, regulaciones cambiarias o cambios de políticas.

Otros factores que pueden impactar las operaciones internacionales incluyen el comercio exterior (incluidos los aranceles aduaneros), las políticas monetarias y fiscales y las leyes y regulaciones, y los riesgos asociados con tener instalaciones importantes en lugares que históricamente han sido menos estables.

3 Análisis de la Industria

3.1 Análisis específico de la industria de supermercado en el mercado americano

Las ventas al por menor abarcan más hoy que nunca. Dentro de un año abarcarán aún más. Cualquiera que sea el futuro, el presente aún está dominado, al menos en términos de ventas, por minoristas con formato de venta tradicional (venta en tiendas no por internet) que representan alrededor del 90 por ciento de las ventas totales.

En 2017, las ventas totales de los supermercados en los Estados Unidos ascendieron a aproximadamente USD 611,96 miles de millones, lo cual comparando con las ventas del año 1992 muestra un crecimiento del 92% y un creciente promedio anual del 3%. Las ventas de los supermercados para 2017 represento el 3,2% del PBI de dicho país. Este gráfico muestra las ventas totales de supermercados y otras tiendas de comestibles en los Estados Unidos desde 1992 hasta 2017.

**Ventas de supermercados y otras tiendas de
comestibles en los Estados Unidos desde 1992 hasta
2017 (en miles de millones de USD)**

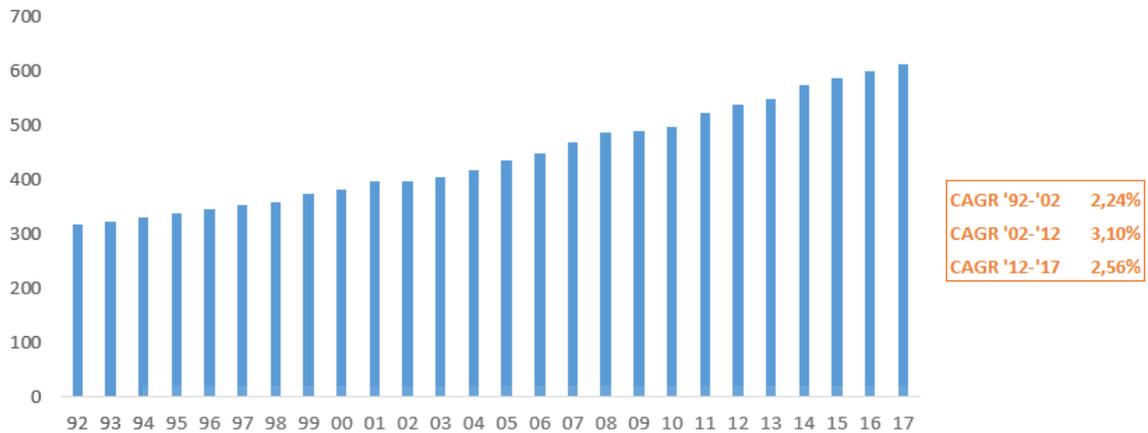


Gráfico 10 - Ventas totales de tiendas minoristas y de alimentos en los Estados Unidos desde 1992 hasta 2017 (en miles de millones de USD) - Fuente elaboración propia en base al informe "Supermarkets in the United States" de Statista.

Respecto a los canales de distribución se observa una fuerte preponderancia de los supermercados tipo cadenas (11 o más tiendas) sobre los supermercados independientes. Desde el 2013 hasta el 2018 en promedio el 95% de las ventas fueron realizadas en supermercados tipo cadena. En este orden, para el 2018 el 58,6% de la venta de alimentos se realizaron en supermercados, el 23% en “warehouse clubs” o tiendas más grandes que supermercados, 2,5% en tiendas que venden productos con valores igual a un dólar, 1,5% en kioscos y 1,2% en tiendas de descuento.

Para el 2016 la venta promedio por tienda en supermercados en Estados Unidos fue de USD 17,39 miles de millones mientras que para el mismo año para Costco fue de USD 159 miles de millones (819% más que la media de su industria). Esta tendencia se sigue observando a través del tiempo ya que para el año 2018 las ventas promedio por tienda para Costco fueron de USD 176 millones, USD 45 millones para Walmart y USD 41 para Target.

3.2 Principales actores del mercado

La industria de los supermercados es altamente competitiva, basada en factores como el precio, la calidad y selección de la mercadería, la ubicación, conveniencia, estrategia de distribución y servicio al cliente. Compiten a nivel mundial, mayoristas y minoristas nacionales y regionales, incluidos supermercados, súper centros, minoristas de internet, gasolineras, tiendas de descuento, tiendas departamentales y especializadas, y operadores que venden una sola categoría o estrecho rango de mercadería. Walmart, Target, Kroger y Amazon se encuentran entre los más importantes competidores minoristas de mercadería general. También compiten con las operaciones de los club de almacén (principalmente el Club Sam's de Walmart y el Club Mayorista de BJ), y casi todas las principales áreas metropolitanas de Estados Unidos y México tienen múltiples operaciones de club.

El negocio minorista número 2 de la lista "2019 Top 100 Retailers"¹ es Amazon que no es tan grande como el número 1 de dicha lista Walmart, pero Amazon es fácilmente la fuerza más perturbadora e influyente en la industria minorista. La compañía vende mercadería de todo tipo de vendedores y proveedores, tanto a través del comercio en línea como a través de una variedad de tiendas físicas. Amazon también ofrece un mercado digital para que los minoristas no afiliados vendan sus productos. Además, comercializa bienes y servicios no tangibles, incluidos libros y publicaciones electrónicas, música y videos digitales y entretenimiento en tiempo real, muchos de los cuales son de propiedad exclusiva.

En cuanto a Walmart, ha emprendido una serie de iniciativas para asegurarse de que sigue siendo el rey de la venta minorista. "*Estamos gastando más y más en remodelaciones*", dijo recientemente Brett Biggs, el Director Principal de Finanzas de Walmart (CFO), a analistas de Wall Street, incluyendo la remodelación de 500 tiendas este año con iluminación más brillante y pasillos más anchos, duplicando sus esfuerzos de remodelación el año pasado. La compañía también está probando cosas como robots de limpieza para las tiendas, instalación de pantallas interactivas y uso de inteligencia artificial para ayudar a monitorear los niveles de stock en los estantes de las tiendas.

¹ Fuente: publicación en la revista Store Magazine de la National Retailers Federation.

Con respecto a las iniciativas de venta al por menor de Amazon, la compañía se está moviendo en varias direcciones a la vez. En ladrillos y cemento, hay planes para lanzar un nuevo concepto de supermercado fuera de los límites de Whole Foods Market en el área de Los Ángeles. En línea, Amazon está reduciendo las ventas a los consumidores a favor de permitir que los proveedores externos de *"Marketplace"* manejen esas tareas. Los comerciantes externos ahora representan el 58% de las ventas minoristas en el sitio web de Amazon, en comparación con el 30% hace 10 años. Además, los comerciantes tercerizados permiten a Amazon reducir los gastos al no tener que invertir tanto en inventario. Amazon también cobra una tarifa a los vendedores al tiempo que reduce los riesgos de almacenar mercadería de movimiento lento. La mayor parte de las ganancias de Amazon provienen de sus otros negocios, en particular los servicios web de Amazon, la computación en la nube y la publicidad. Mientras el negocio minorista continúa creciendo, la tasa de crecimiento se está desacelerando. Esa es una de las razones por las que la compañía planeaba gastar USD 800 millones en el segundo trimestre del 2019 para impulsar su negocio minorista, incluida una entrega más rápida a los clientes. Las iniciativas de Amazon están dirigidas a sus suscriptores *"Prime"*, que pagan USD 119 por una cuota anual de membresía. Además de una entrega más rápida, los beneficiarios reciben transmisión de televisión y descuentos en Whole Foods Markets. Se estima que Amazon tiene más de 100 millones de miembros Prime, que tienden a ser los mejores clientes del minorista: los miembros que no son *"Prime"* gastan alrededor de USD 600 al año en el sitio web de Amazon, dice *"Consumer Intelligence Research Partners"*, mientras que los miembros Prime obtuvieron un promedio de alrededor de USD 1.400 en compras el año pasado.

La empresa que se encuentra en el puesto número 3 de la lista *"2019 Top 100 Retailers"* es Kroger, el operador de supermercados tradicional líder en Estados Unidos, ha estado incorporando *"big data"* y tecnología durante varios años, primero con su alianza con el creador de números Dunhumby y, más recientemente, con Ocado Group. Kroger invirtió un total de USD 250 millones en Ocado el año pasado, y ahora los dos están listos para abrir el primero de aproximadamente 20 almacenes automáticos en todo Estados Unidos que permitiría al consumidor pedir productos alimenticios en línea. Kroger dice que ha gastado cientos de millones de dólares en sus operaciones en línea, incluida la ampliación de los lugares de recogida de la tienda para pedidos en línea y servicio de entrega de comestibles. También, trabaja en una aplicación para dispositivos móviles que le permitirá comunicarse directamente con los teléfonos de los clientes. Dentro de las

tiendas, Kroger Edge es un estante habilitado digitalmente que se comunica directamente con los compradores a través de pantallas LED.

El puesto número 4 es para Costco cuya importante ventaja es que a los consumidores les encanta comprar en sus tiendas. Como dice el Director Principal de Finanzas (CFO) Richard Galanti, la cantidad de personas que acuden en las tiendas *"es tan fuerte como siempre lo ha sido"*. Eso ayuda a explicar por qué Costco ha tardado en desarrollar su canal en línea, aunque su comercio electrónico ha crecido en dos dígitos en los últimos trimestres del 2019. Costco se enorgullece de su cultura laboral, que incluye un salario inicial mínimo de USD 15 por hora para los nuevos empleados. *"La gente está contenta con un trabajo por más razones que dinero"*, dice Jim Sinegal, cofundador y ex CEO que dejó el directorio el año pasado. *"Generalmente hay un orgullo en la organización. Hay una actitud de que hay seguridad, que alguien se preocupa por ellos, que estamos ofreciendo carreras. No estamos ofreciendo empleos, estamos ofreciendo carreras"*. Ese ambiente positivo llega a los clientes.

Como resultado de la globalización y varios acuerdos comerciales entre mercados y países, muchos minoristas son capaces de hacer negocios a escala global. Para el año 2017, Walmart fue el minorista líder mundial con ingresos aproximados de USD 500 mil millones. A continuación, se realizó un gráfico con los 20 minoristas más grandes del mundo en base a sus ventas reportadas para el año 2017 el cual posiciona a Costco en el puesto número 2.

Universidad de
San Andrés

Los 20 líderes del mercado minoristas a nivel mundial en 2017, basados en los ingresos (en miles de millones de USD)

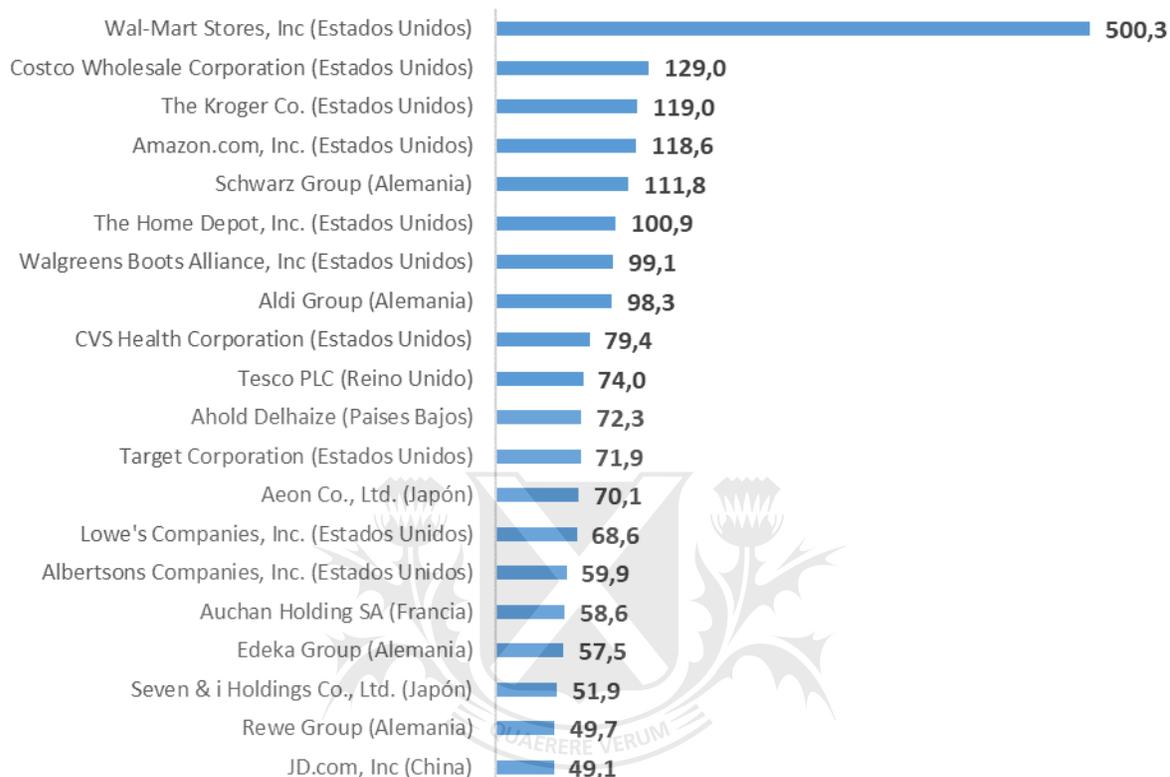


Gráfico 11 - Los 20 líderes del mercado minoristas a nivel mundial en 2017, basados en los ingresos (en miles de millones de USD) - Fuente elaboración propia en base al informe "Global Powers Retailing 2019" publicado por Deloitte.

Con respecto a la distribución de la cuota de mercado para Estados Unidos la información más actualizada con la que se contó es del año 2016 y en el gráfico a continuación muestra la distribución de la participación de mercado de las tiendas minoristas de alimentos y bebidas. El 54,5% del mercado está en manos de 12 compañías y Walmart cuenta con una posición dominante del 17,3% seguida por Kroger con el 8,9%, Albertsons cuenta con el 5,6% y Costco con el 5,1%. Respecto a Amazon para el año 2016 contaba con una participación del 0,8%.

Distribución de la participación del mercado minorista - alimentos y bebidas en Estados Unidos en 2016 (%)

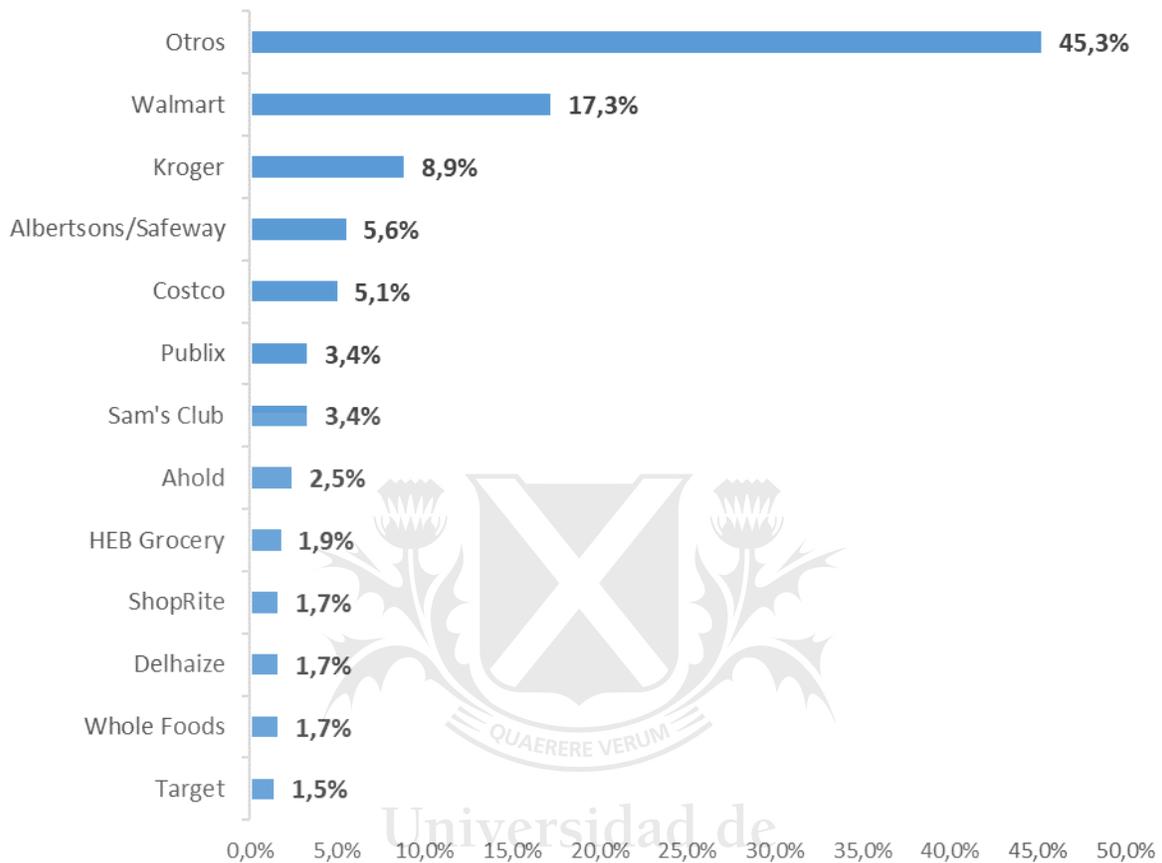


Gráfico 12 - Distribución de la participación del mercado minorista - alimentos y bebidas en Estados Unidos en 2016 (%) - Fuente elaboración propia en base a información provista por Bloomberg.

3.3 Evolución de ventas globales de la industria.

Los 4 principales actores de la industria minorista para Estados Unidos son Walmart, Amazon, Costco y Target. Analizando su nivel de ventas, Walmart se encuentra desde 2011 hasta 2018 muy por encima de sus competidores ya que sus ventas en todos los casos superan en un 250% las de sus competidores para el año 2018. Por otro lado, observando el nivel de crecimiento de las ventas (periodo 2014-2018) el posicionamiento se revierte ya que Amazon cuenta con la tasa anual de crecimiento de ventas más alta de la industria del 20,9% anual, seguido por Costco con un 6,2%, Walmart 2,4% y Target 0,7%. En 7 años Costco logro tener un crecimiento del 57,9% de sus ventas, Walmart del 17,7% y Target del 8,8% por lo cual, analizando los minoristas con

mayor proporción de ventas a través de canales tradicionales, Costco demuestra un nivel de crecimiento por encima de su industria.

Evolución de ventas de los principales actores de mercado en los Estados Unidos de 2011 a 2018 (en miles de millones de USD)

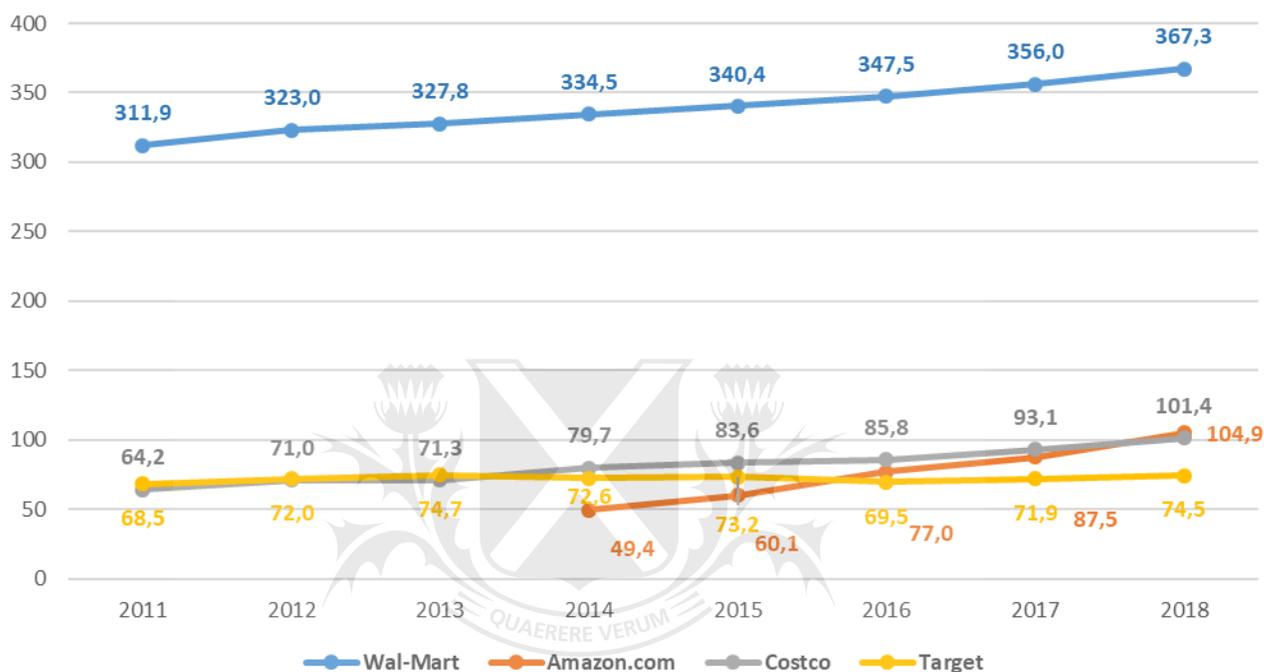


Gráfico 13 - Evolución de ventas de los principales actores de mercado en los Estados Unidos de 2011 a 2018 (en miles de millones de USD - Fuente elaboración propia en base a información provista por Statista.

En cuanto al crecimiento de los principales actores del mercado se observa que la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) en los Estados Unidos desde 2013 hasta 2018 ha sido del 53,6% para Amazon (43,8 puntos por encima de la media), 7,8% para Kroger, 6,8% para Costco (2,52% por debajo de la media), 3,6% para Walmart y un decrecimiento del 1% para Target. Por otro lado, la tasa de crecimiento anual compuesta proyectada desde 2018 hasta 2023 sigue posicionando a Amazon con la mayor tasa (9,6%), luego se encuentra Costco con una tasa 2,46 puntos por encima de la media (5,2%), Kroger y Walmart con tasas del 2,7% y 2,3% respectivamente y una caída en el crecimiento para Target en el orden del 2,9%.

3.4 Análisis sobre el comportamiento de los consumidores americanos

Para analizar cuáles son los atributos más valorados por el consumidor americano nos basamos en una encuesta de BrandSpark en septiembre 2017 realizada a personas mayores de 18 años. La estadística muestra los atributos de los supermercados que los consumidores más valoran, el 87 por ciento de los encuestados eligió el precio como la característica más importante. El valor general y la calidad de los productos frescos fueron los siguientes dos atributos mejores clasificados, según los encuestados, con 85 y 81 por ciento, respectivamente.

Los 10 atributos más valorados por el consumidor americano para el año 2017

ATRIBUTO	PORCENTAJE DE RESPUESTA
PRECIO	87%
VALOR TOTAL	85%
CALIDAD DE LOS PRODUCTOS FRESCOS	81%
CALIDAD DE LA CARNE FRESCA	77%
UBICACIÓN	69%
FACILIDAD DE COMPRA	68%
PERSONAL DE SERVICIO AL CLIENTE	59%
AMBIENTE	55%
CALIDAD DEL DEPARTAMENTO DE PRODUCTOS GOURMET	51%
CALIDAD DE LOS PRODUCTOS DE MARCA	49%

Tabla 5 - Los 10 atributos más valorados por el consumidor americano para el año 2017 - Fuente elaboración propia en base a una encuesta realizada por BrandSpark en septiembre 2017.

El nivel de satisfacción de los clientes es muy alto para la industria ya que para el año 2018 se encontraba en promedio en 77%. Como se observa en el siguiente gráfico, el cual cuenta con los actores de mercado más importantes, en 2018 Costco obtuvo el puntaje más alto en el índice de satisfacción del consumidor para las tiendas departamentales y de descuento con una calificación de 83%, 7 puntos por encima de la calificación promedio de 76%.

Nivel de satisfacción del consumidor en tiendas departamentales en los Estados Unidos en 2018 (%)

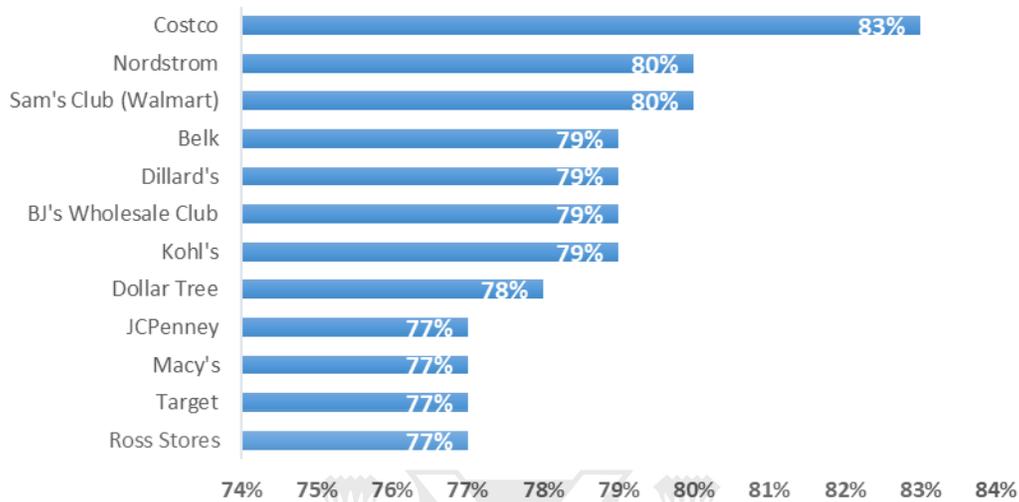


Gráfico 14 - Nivel de satisfacción del consumidor en tiendas departamentales en los Estados Unidos en 2018 (%) - Fuente elaboración propia en base al índice American Consumer Satisfaction Index.

Una encuesta realizada en 2019 sobre a qué tiendas los americanos acuden con frecuencia a comprar alimentos y productos de uso regular dio como resultado que el 70% de los encuestados acudían regularmente a Walmart, el 34% a Target, el 26% a Kroger y el 25% a Costco.

En cuanto a la modalidad de pago se observó que para el año 2018 el 62% de los consumidores eligió utilizar tarjetas de débito, el 23% tarjetas de crédito y el 13% restante efectivo.

Un tema preocupante para la industria es la compra a través de internet. Para el año 2016 el 76,5% de los consumidores encuestados habían informado que no habían comprado alimentos por internet y sólo el 6,2% informó realizar compras de alimentos de manera regular bajo esta metodología. Por otro lado, el 60% expresó haber estado satisfecho o muy satisfecho con la experiencia de la compra por internet de alimentos. El crecimiento de las ventas por internet del sector de los últimos años es llamativo, en promedio en los últimos 20 años cada año el comercio virtual gana un 0,5% del total de las ventas del sector minorista pasando del 0,6% en 1999 al 10,2% en 2019. Sin embargo, en la actualidad representa el 10,2% del total de las ventas del

negocio minorista, es decir, que el restante 89,8% se realizan en los canales de ventas tradicionales por lo cual no representa actualmente una amenaza significativa para Costco.

Porcentaje de ventas electrónicas sobre el total de las ventas para el negocio minorista (1999 - 2019)

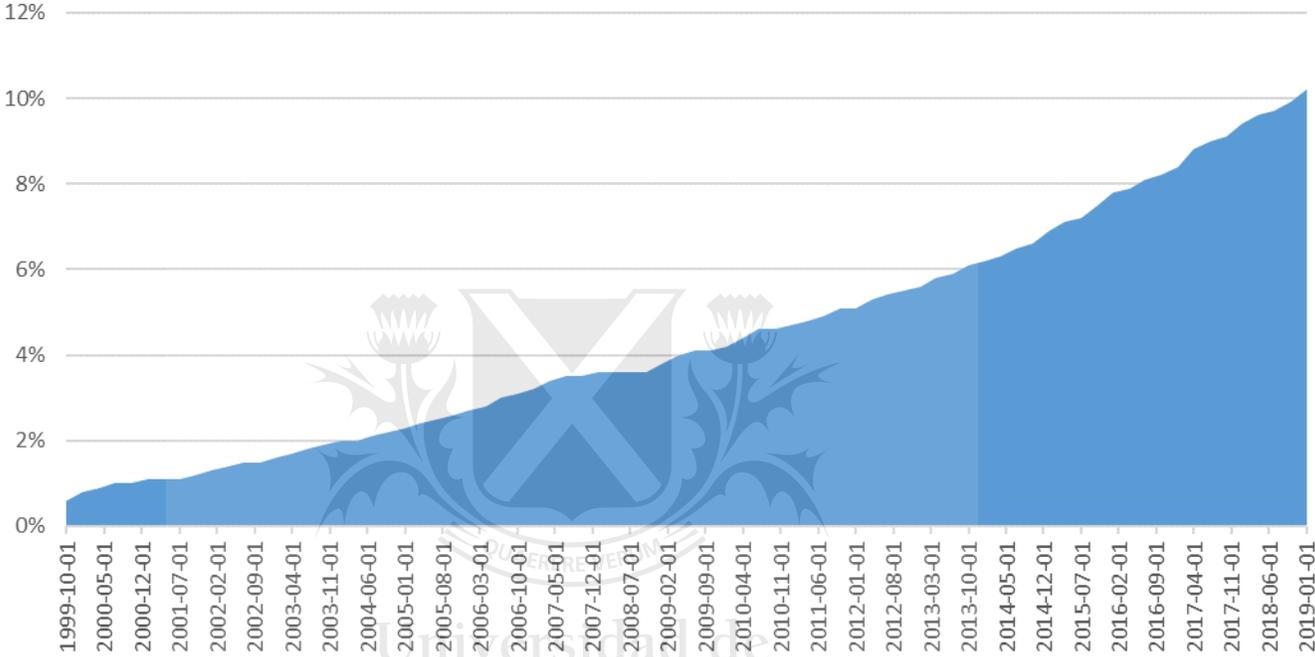


Gráfico 15 - Porcentaje de ventas electrónicas sobre el total de las ventas para negocio minorista (1999 - 2019) - Fuente elaboración propia en base a información provista por Federal Reserve Economic Data.

Para el año 2017 el 88% de los encuestados informó que en los últimos 12 meses había realizado alguna compra por internet en Amazon, el 51% en Walmart, el 35% en Target y el 21% en Costco. No es sorpresa que la distribución de la participación de mercado para el negocio minorista a través de internet del año 2019 demuestra que el líder indiscutido es Amazon con el 47%, seguido por E-bay con 6,1%, Walmart 4,6%, Apple 3,8%, The Home Depot 1,7% y Costco con el 1,3%.

4 Análisis Financiero.

4.1 Análisis de la situación Patrimonial

A continuación, se exponen la situación patrimonial para el periodo que va desde el 2014 al 2018, a nivel consolidado y expresado en millones de dólares.

Millones de USD	Año fiscal al primer día hábil de septiembre				
	2018	2017	2016	2015	2014
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes	\$ 6.055	\$ 4.546	\$ 3.379	\$ 4.801	\$ 5.738
Inversiones a corto plazo	\$ 1.204	\$ 1.233	\$ 1.350	\$ 1.618	\$ 1.577
Cuentas por cobrar	\$ 1.669	\$ 1.432	\$ 1.252	\$ 1.224	\$ 1.148
Inventarios	\$ 11.040	\$ 9.834	\$ 8.969	\$ 8.908	\$ 8.456
otros activos corrientes	\$ 321	\$ 272	\$ 268	\$ 228	\$ 669
Total activos corrientes	\$ 20.289	\$ 17.317	\$ 15.218	\$ 16.779	\$ 17.588
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Terreno	\$ 6.193	\$ 5.690	\$ 5.395	\$ 4.961	\$ 4.716
Edificios y mejoras	\$ 16.107	\$ 15.127	\$ 13.994	\$ 12.618	\$ 12.522
Equipo y accesorios	\$ 7.274	\$ 6.681	\$ 6.077	\$ 5.274	\$ 4.845
Construcción en progreso	\$ 1.140	\$ 843	\$ 701	\$ 811	\$ 592
Subtotal	\$ 30.714	\$ 28.341	\$ 26.167	\$ 23.664	\$ 22.675
Depreciación y amortización acumulada	-\$ 11.033	-\$ 10.180	-\$ 9.124	-\$ 8.263	-\$ 7.845
Total activos no corrientes	\$ 19.681	\$ 18.161	\$ 17.043	\$ 15.401	\$ 14.830
OTROS ACTIVOS	\$ 860	\$ 869	\$ 902	\$ 837	\$ 606
TOTAL ACTIVOS	\$ 40.830	\$ 36.347	\$ 33.163	\$ 33.017	\$ 33.024
PASIVO Y PATRIMONIO NETO					
PASIVOS CORRIENTE					
Cuentas por pagar	\$ 11.237	\$ 9.608	\$ 7.612	\$ 9.011	\$ 8.491
Parte corriente de la deuda a largo plazo	\$ -	\$ -	\$ 1.100	\$ 1.283	\$ -
Salarios y beneficios a empleados por pagar	\$ 2.994	\$ 2.703	\$ 2.629	\$ 2.468	\$ 2.231
Recompensa de miembros por pagar	\$ 1.057	\$ 961	\$ 869	\$ 813	\$ 773
Cuotas de membresías diferidas	\$ 1.624	\$ 1.498	\$ 1.362	\$ 1.269	\$ 1.254
Otros pasivos corrientes	\$ 3.014	\$ 2.725	\$ 2.003	\$ 1.695	\$ 1.663
Total pasivo corriente	\$ 19.926	\$ 17.495	\$ 15.575	\$ 16.539	\$ 14.412
Deuda largo plazo, excluida la parte corriente	\$ 6.487	\$ 6.573	\$ 4.061	\$ 4.852	\$ 5.093
OTROS PASIVOS	\$ 1.314	\$ 1.200	\$ 1.195	\$ 783	\$ 1.004
TOTAL PASIVOS	\$ 27.727	\$ 25.268	\$ 20.831	\$ 22.174	\$ 20.509
PATRIMONIO NETO					
Acciones ordinarias \$0,01 valor nominal; 900.000.000	\$4	\$4	\$2	\$ 2	\$ 2
Capital	\$6.107	\$5.800	\$5.490	\$ 5.218	\$ 4.919
Otras pérdidas integrales acumuladas	-\$1.199	-\$1.014	-\$1.099	\$ 1.121	\$ 76
Ganancias retenidas	\$7.887	\$5.988	\$7.686	\$ 6.518	\$ 7.458
Patrimonio atribuible a los propietarios de Costco	\$12.799	\$10.778	\$12.079	\$ 10.617	\$ 12.303
Participaciones no controladas	\$304	\$301	\$253	\$ 226	\$ 212
TOTAL PATRIMONIO NETO	\$13.103	\$11.079	\$12.332	\$ 10.843	\$ 12.515
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	\$40.830	\$36.347	\$33.163	\$ 33.017	\$ 33.024

Tabla 6 - Situación Patrimonial 2014 a 2018 - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

En el siguiente cuadro se muestran los puntos que cada concepto genera sobre la cuenta global teniendo en cuenta su participación relativa.

Peso relativo (%)	Año fiscal al primer día hábil de septiembre				
	2018	2017	2016	2015	2014
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes	15%	13%	10%	15%	17%
Inversiones a corto plazo	3%	3%	4%	5%	5%
Cuentas por cobrar	4%	4%	4%	4%	3%
Inventarios	27%	27%	27%	27%	26%
otros activos corrientes	1%	1%	1%	1%	2%
Total activos corrientes	50%	48%	46%	51%	53%
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Terreno	15%	16%	16%	15%	14%
Edificios y mejoras	39%	42%	42%	38%	38%
Equipo y accesorios	18%	18%	18%	16%	15%
Construcción en progreso	3%	2%	2%	2%	2%
Subtotal	75%	78%	79%	72%	69%
Depreciación y amortización acumulada	-27%	-28%	-28%	-25%	-24%
Total activos no corrientes	48%	50%	51%	47%	45%
OTROS ACTIVOS	2%	2%	3%	3%	2%
TOTAL ACTIVOS	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO NETO					
PASIVOS CORRIENTE					
Cuentas por pagar	41%	38%	37%	41%	41%
Parte corriente de la deuda a largo plazo	0%	0%	5%	6%	0%
Salarios y beneficios a empleados por pagar	11%	11%	13%	11%	11%
Recompensa de miembros por pagar	4%	4%	4%	4%	4%
Cuotas de membresías diferidas	6%	6%	7%	6%	6%
Otros pasivos corrientes	11%	11%	10%	8%	8%
Total pasivo corriente	72%	69%	75%	75%	70%
Deuda largo plazo, excluida la parte corriente	23%	26%	19%	22%	25%
OTROS PASIVOS	5%	5%	6%	4%	5%
TOTAL PASIVOS	100%	100%	100%	100%	100%
PATRIMONIO NETO					
Acciones ordinarias \$0,01 valor nominal; 900.000.000					
Capital	47%	52%	45%	48%	39%
Otras pérdidas integrales acumuladas	-9%	-9%	-9%	-10%	-1%
Ganancias retenidas	60%	54%	62%	60%	60%
Patrimonio atribuible a los propietarios de Costco	98%	97%	98%	98%	98%
Participaciones no controladas	2%	3%	2%	2%	2%
TOTAL PATRIMONIO NETO	32%	30%	37%	33%	38%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO					

Tabla 7 -Situación Patrimonial según su peso relativo - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

4.2 Análisis del Estado de Resultados

En el siguiente cuadro se expone el estado de resultados para el periodo que va desde el 2014 al 2018, a nivel consolidado y expresado en millones de dólares. Cabe mencionar que se incluye el resultado por las participaciones no controladas de la compañía.

Millones de USD	Año fiscal al primer día hábil de septiembre				
	2018	2017	2016	2015	2014
Ventas netas	\$ 138.434	\$ 126.172	\$ 116.073	\$ 113.666	\$ 110.212
CMV	-\$ 123.152	-\$ 111.882	-\$ 102.901	-\$ 101.065	-\$ 98.458
Ganancia bruta	\$ 15.282	\$ 14.290	\$ 13.172	\$ 12.601	\$ 11.754
Ingreso por cuotas de membresías	\$ 3.142	\$ 2.853	\$ 2.646	\$ 2.533	\$ 2.428
Gastos administrativos y comerciales	-\$ 13.876	-\$ 12.950	-\$ 12.068	-\$ 11.445	-\$ 10.899
Gastos de preapertura	-\$ 68	-\$ 82	-\$ 78	-\$ 65	-\$ 63
Ganancia operativa	\$ 4.480	\$ 4.111	\$ 3.672	\$ 3.624	\$ 3.220
Egresos financieros	-\$ 159	-\$ 134	-\$ 133	-\$ 124	-\$ 113
Ingresos financiero	\$ 75	\$ 50	\$ 41	\$ 50	\$ 52
Resultado por diferencias de tipo de cambio	\$ 23	-\$ 5	\$ 28	\$ 47	\$ 26
Otros ingresos y egresos	\$ 23	\$ 17	\$ 11	\$ 7	\$ 12
Subtotal otros	-\$ 38	-\$ 72	-\$ 53	-\$ 20	-\$ 23
Ganancia antes del impuesto a las ganancias	\$ 4.442	\$ 4.039	\$ 3.619	\$ 3.604	\$ 3.197
Provisión para impuesto a las ganancias	-\$ 1.263	-\$ 1.325	-\$ 1.243	-\$ 1.195	-\$ 1.109
Ganancia neta del ejercicio atribuible a Costco	\$ 3.179	\$ 2.714	\$ 2.376	\$ 2.409	\$ 2.088
Resultado participación no controlada	-\$ 45	-\$ 35	-\$ 26	-\$ 32	-\$ 30
Resultado total	\$ 3.134	\$ 2.679	\$ 2.350	\$ 2.377	\$ 2.058

Tabla 8 - Estado de Resultados 2014 a 2019 - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

El desempeño financiero depende en gran medida de la capacidad para controlar los costos. Con respecto a los gastos relacionados con la remuneración de sus empleados, la filosofía de Costco no es buscar minimizar sus salarios y beneficios. Más bien, creen que para lograr sus objetivos a largo plazo deben reducir la rotación de empleados y mejorar su satisfacción manteniendo niveles de compensación que sean mejores que el promedio de la industria. Esto puede hacer que, por ejemplo, absorban los costos que otros empleadores podrían tratar de trasladar a sus fuerzas laborales. Debido a que el negocio se opera con márgenes muy bajos, se pueden realizar cambios modestos en diversos elementos del estado de resultados, en particular los costos de mercadería vendidas, generales y administrativos.

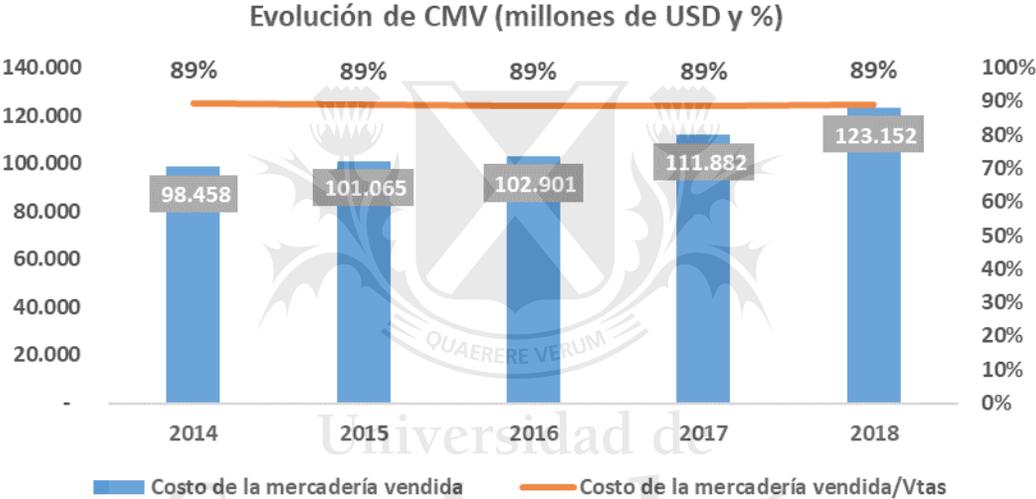


Gráfico 16 -Evolución de Costo de Mercadería Vendida (en millones de USD y %) - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

Evolución de Gastos administración y comercialización (millones de USD y %)

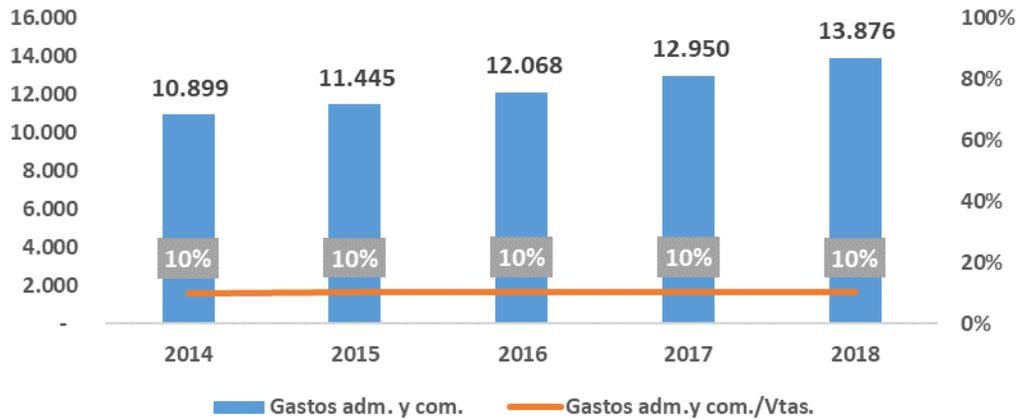


Gráfico 17 - Evolución de Gastos administrativos y comercialización (en millones de USD y %) - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

Para el periodo 2014-2018 los egresos e ingresos (costo de mercadería vendidas, gastos administrativos y comerciales, gastos de preapertura, egresos e ingresos financieros, resultado por diferencia de tipo de cambio y otros ingresos y egresos) representaron más del 100% de las ventas netas. Los costos de estructura más significativos son el costo de la mercadería vendidas representa el 89% del ingreso de las ventas netas y los gastos administrativos y comerciales (10% de las ventas netas).

San Andrés

Evolución del ingreso por membresías y del EBIT (en millones de USD y %)

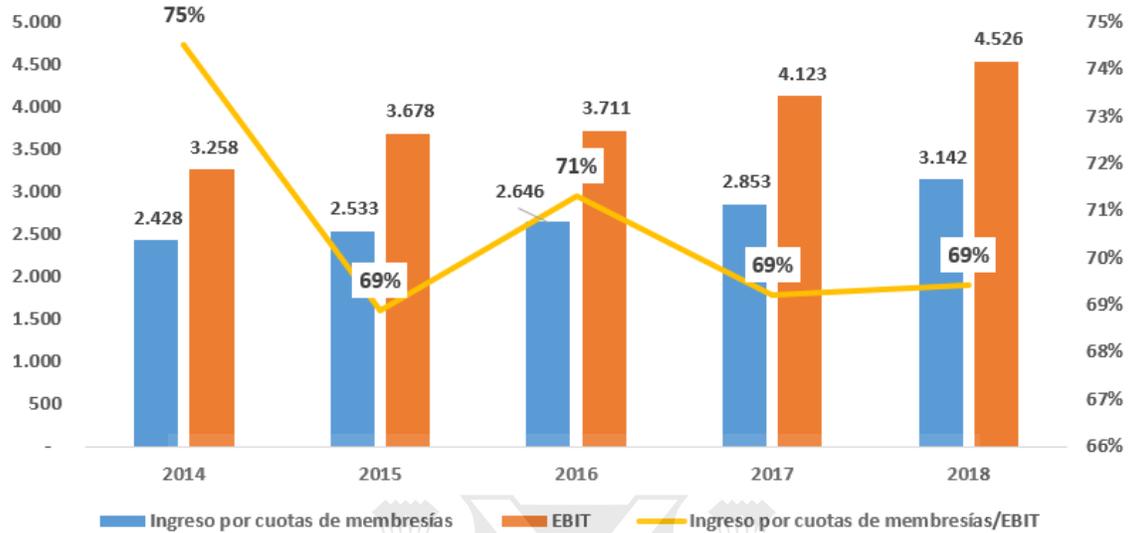


Gráfico 18 - Evolución del ingreso por membresías y del EBIT (en millones de USD y %) Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

Analizando el estado de resultados de la compañía se observa que las ventas netas soportan los costos variables y fijos de Costco y que las membresías terminan siendo las que generan la rentabilidad del negocio. El hecho que las ventas sólo lleguen a cubrir los costos de la estructura demuestra que la búsqueda de la compañía por no remarcar los precios y ofrecer los más bajos posibles es cierto. Analizando la relación del EBIT (por sus siglas en inglés que significa ganancias antes de impuestos e intereses) con el ingreso de las membresías, se puede entender la importancia que las mismas tienen para la compañía.

4.3 Análisis de la tendencia

	Año fiscal al primer día hábil de septiembre					Tendencia
	2014	2015	2016	2017	2018	
Ratios de la actividad						
Ventas /Activos	3,34	3,44	3,50	3,47	3,39	Estable →
Inventarios/CMV	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	Estable →
Same store sales crecimiento	4%	1%	0%	4%	9%	Alcista ↗
Venta por local	\$ 164	\$ 162	\$ 159	\$ 163	\$ 176	Estable →
Ratios de Rentabilidad						
ROE	16%	22%	19%	24%	24%	Alcista ↗
ROA (EBIT/ Activos)	10%	11%	11%	11%	11%	Estable →
Margen Bruto (%Ventas)	10,66%	11,09%	11,35%	11,33%	11,04%	Estable →
Margen Neto (%Ventas)	2%	2%	2%	2%	2%	Estable →
Ratios Crediticios						
Endeudamiento (P/PN)	1,64	2,05	1,69	2,28	2,12	Alcista ↗
Solvencia (A/P)	1,61	1,49	1,59	1,44	1,47	Decreciente ↘
Liquidez (AC/PC)	1,22	1,01	0,98	0,99	1,02	Alcista ↗
Cobertura de intereses	28,83	29,66	27,90	30,77	28,47	Estable →
Deuda/PN	0,41	0,57	0,42	0,59	0,50	Estable →
Deuda/EBITDA	1,29	1,50	1,13	1,27	1,21	Decreciente ↘

Tabla 9 - Análisis de tendencia de ratios financieros - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

- Ratios de Rentabilidad**

ROE y ROA – Rentabilidad del Capital y Rentabilidad de los Activos

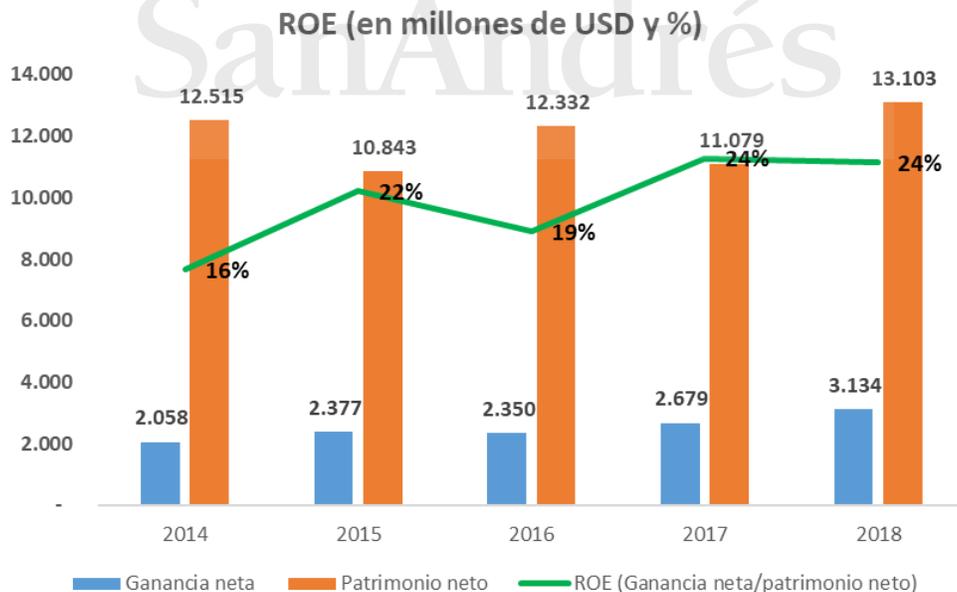


Gráfico 19 - Evolución de ROE - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

El ROE es una medida de la rentabilidad de la compañía al revelar cuánta ganancia genera la empresa con la plata invertida por los accionistas representada en el patrimonio neto. El ROE se expresa como un porcentaje entre la Ganancia Neta y el Patrimonio Neto de la compañía. En el caso de Costco, se puede notar un incremento del ratio en los últimos años mostrando una rentabilidad creciente para los accionistas de la compañía. En los últimos 5 años bajo análisis, las ganancias de Costco fueron ascendentes. Si además consideramos que en algunos períodos el patrimonio neto cayó, eso explica el incremento del ROE.

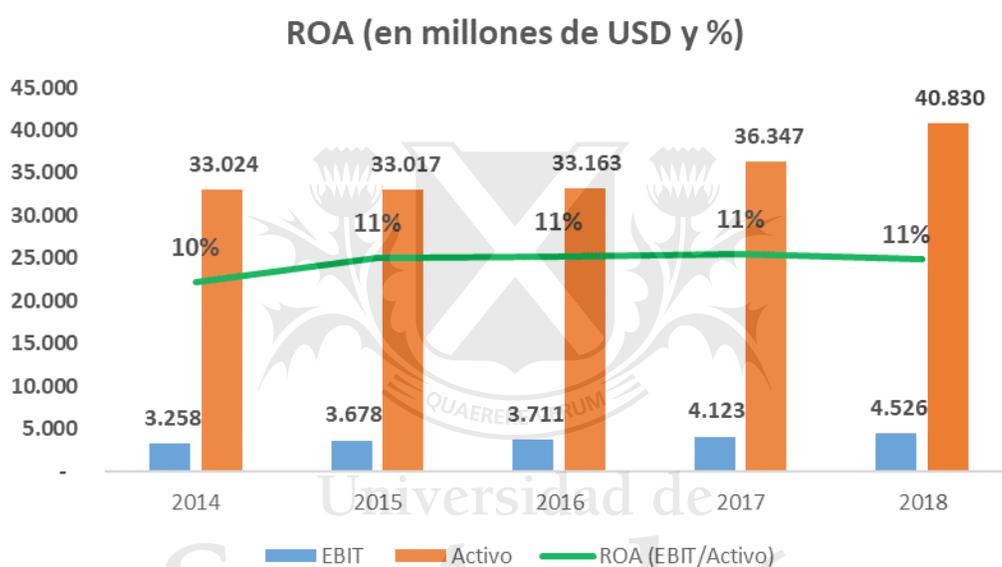


Gráfico 20 - Evolución ROA (en millones de USD y %)- Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

El ROA es un ratio que permite tener una medida de cuán eficiente es la compañía a la hora de generar ganancias con los recursos o bienes disponibles representados en el Activo del balance. Entonces, el ROA se expresa como un promedio entre el EBIT (las ganancias que tiene la compañía antes de sustraer los intereses e impuestos) y el Activo de la compañía. En el caso de Costco, podemos notar que el ROA permanece prácticamente constante en el período 2014-2018, el incremento en el Activo es acompañado por el incremento del EBIT, no mostrando mayores variaciones entre períodos.

Evolución de márgenes

En el siguiente gráfico podemos analizar la evolución de los márgenes de Costco. Tanto el EBIT y EBITDA presentaron un sostenido crecimiento a lo largo de los últimos 5 años de la compañía.

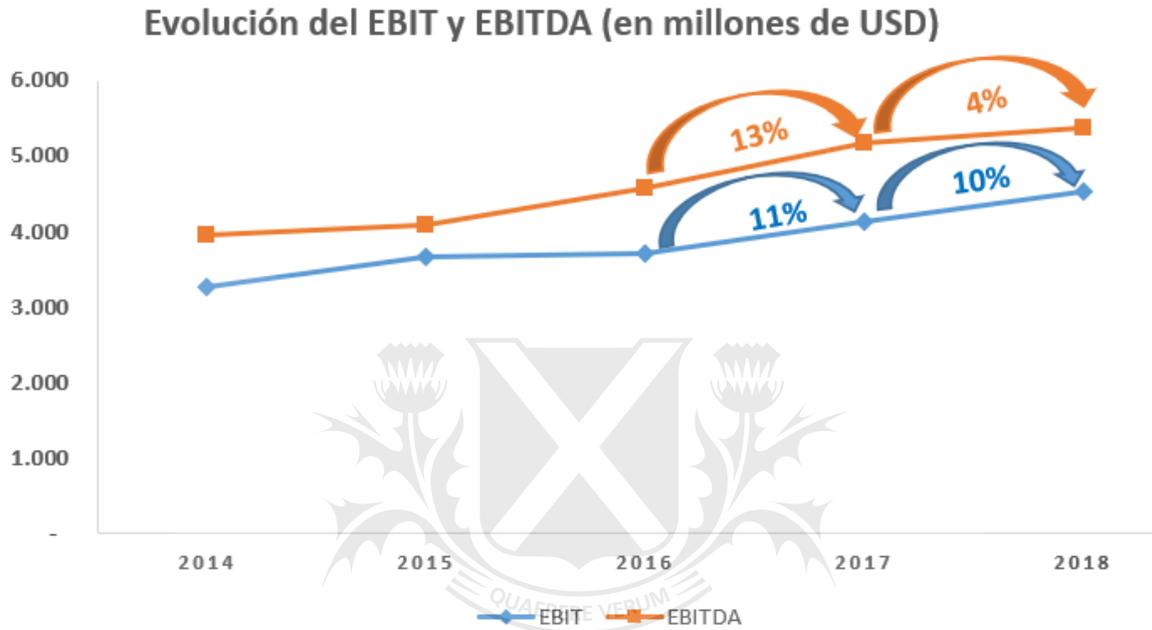


Gráfico 21 - Evolución del EBIT y EBITDA (en millones de USD)- Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

El EBITDA se vio incrementado en un 4% del 2017 al 2018, mostrando un salto de USD 5.179 millones a USD 5.379 millones. El EBIT de Costco se incrementó en un 10% del 2017 al 2018, habiendo demostrado mayor crecimiento en el período anterior con un aumento del 11%. Se observa un crecimiento constante de los márgenes de la compañía y como se mencionó anteriormente. En cuanto a la relación EBIT y el nivel de ventas, también se observa un crecimiento sostenido en los últimos 5 años y en promedio se encontró en torno al 3,20%.

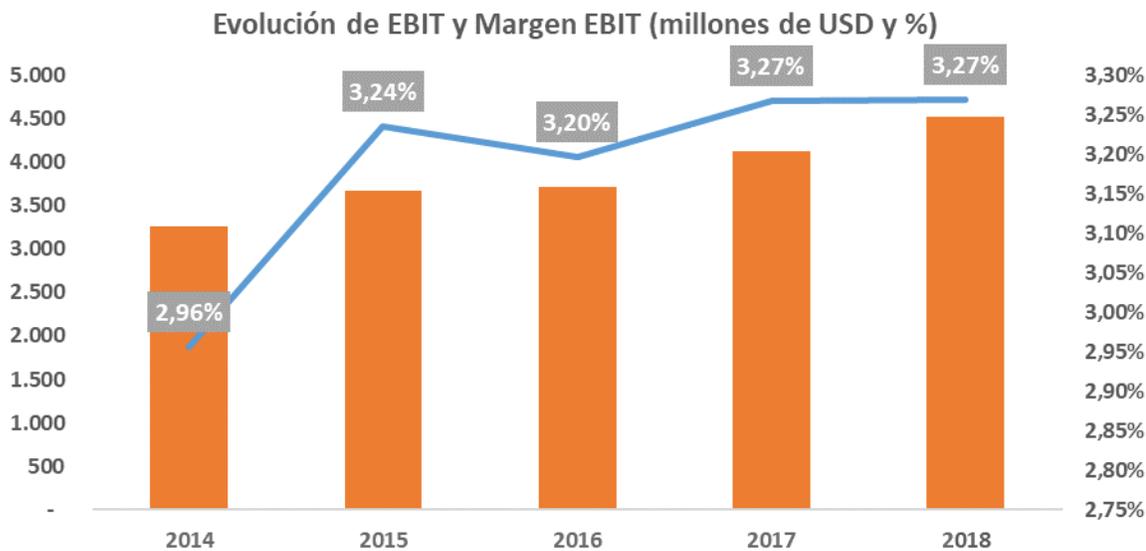


Gráfico 22 - Evolución de EBIT/Ventas (en%) - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

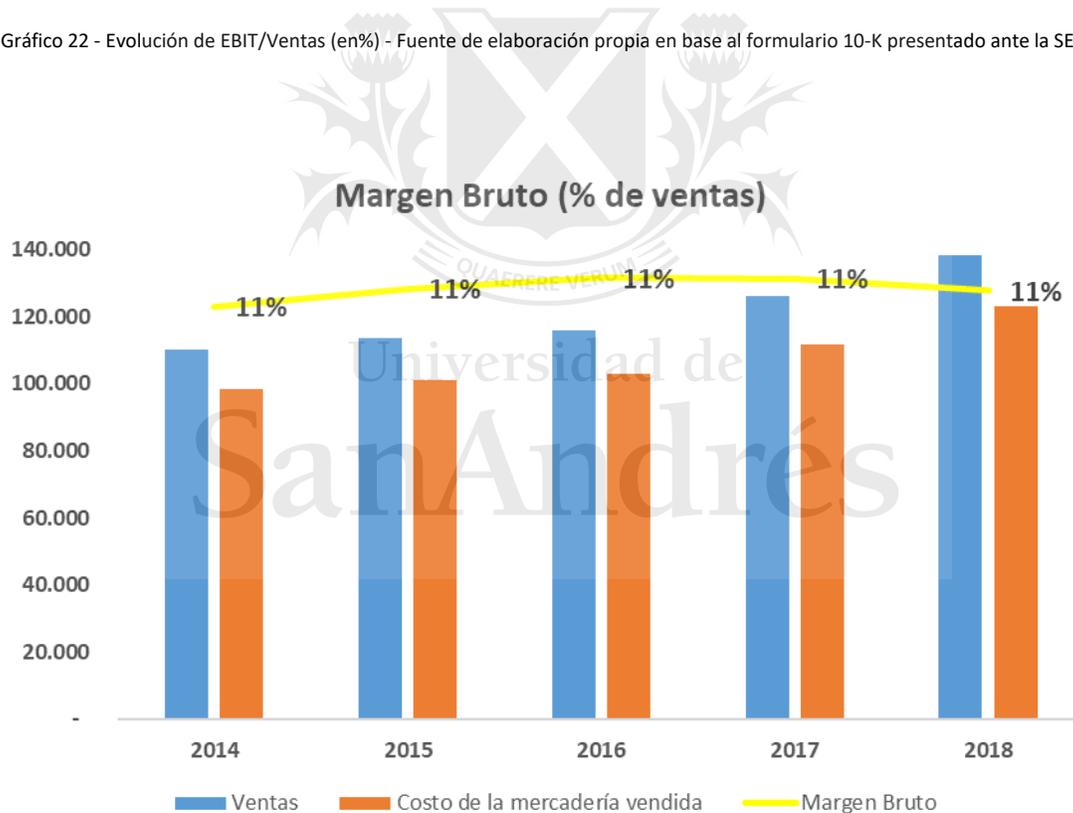


Gráfico 23- Margen bruto (% de ventas)- Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

A nivel histórico, el margen bruto como porcentaje del total de ventas ha presentado poca variación, encontrando un mínimo de 11,04% en el 2018, hasta un máximo de 11,35% para el

2016. Tener presente que dentro del margen bruto no se encuentran los ingresos por las cuotas de las membresías. El margen operativo se ve impactado por los costos de mercadería vendidas, las membresías, los gastos administración y comercialización, gastos de preapertura, amortización y depreciación. Los factores de mayor injerencia luego del costo de las mercaderías vendidas son los gastos de administración y comercialización (10%) y el ingreso por las membresías que añade valor por 2% de las ventas. El resto de los conceptos no llegan a representas individualmente ni el 1% de las ventas.

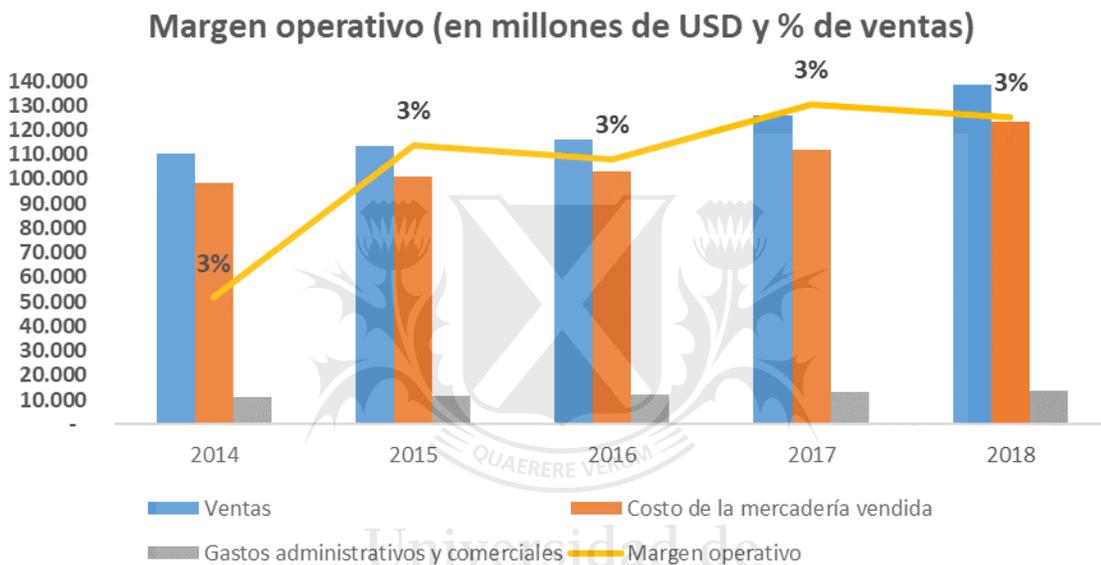


Gráfico 24- Margen operativo (% de ventas)- Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

El total de gastos operativos representan el 99% del total de las ventas, en primer lugar, se encuentra costo de mercadería vendida por un total de USD 123.152 millones para 2018 y USD 111.882 para 2017 y el aumento del 10% se condice con el aumento en las ventas. Los gastos de administración y comercialización fueron USD 13.876 millones (el 10,02% del total de ventas e incluye las amortizaciones) en el 2018, comparado con USD 12.950 millones (10,26% del total de ventas) para el 2017.

- **Ratios crediticios**

En el último período bajo análisis vemos que el indicador de endeudamiento se incrementó considerablemente producto de la emisión en 2017 de las Notas con vencimiento entre 2021 y 2027 y junto al incremento de las cuentas a pagar (proveedores) llevaron al Pasivo a incrementarse en un 21% del 2016 al 2017 y un 10% del 2017 a 2018. El ratio de Solvencia presenta una tendencia decreciente en el último período sustentado en un crecimiento del pasivo mayor al crecimiento del activo (para el 2017 el pasivo creció el 27% y el activo 10%). Mirando en conjunto estos indicadores podríamos detectar una política de financiamiento más importante con capital de terceros que mediante capital propio como se observa en el gráfico a continuación, pero dado que la compañía genera resultados crecientes la relación deuda/EBITDA tiene una tendencia decreciente.

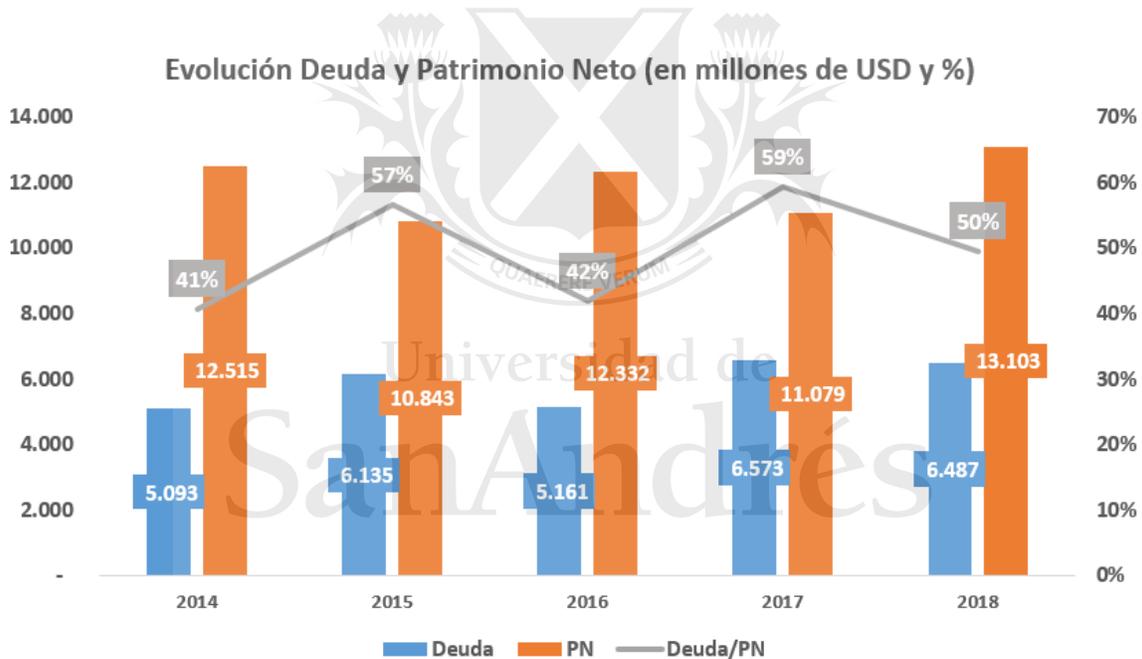


Gráfico 25 - Evolución Deuda y Patrimonio Neto (en millones de USD y %) - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

- **Ratios de la actividad**

El ratio de rotación de inventarios es estable a lo largo de los últimos 5 años y el inventario se renueva en promedio cada 32 días. Por otro lado, el ratio rotación de activos es estable en el periodo bajo análisis y logra que las ventas representen 3,39 veces su activo. Del cuadro a continuación, se interpreta que la compañía está recibiendo mayor financiación de sus

proveedores de la que entrega a sus clientes, en los últimos 5 años se observa que los indicadores días cuentas por cobrar y a pagar se mantienen estables.

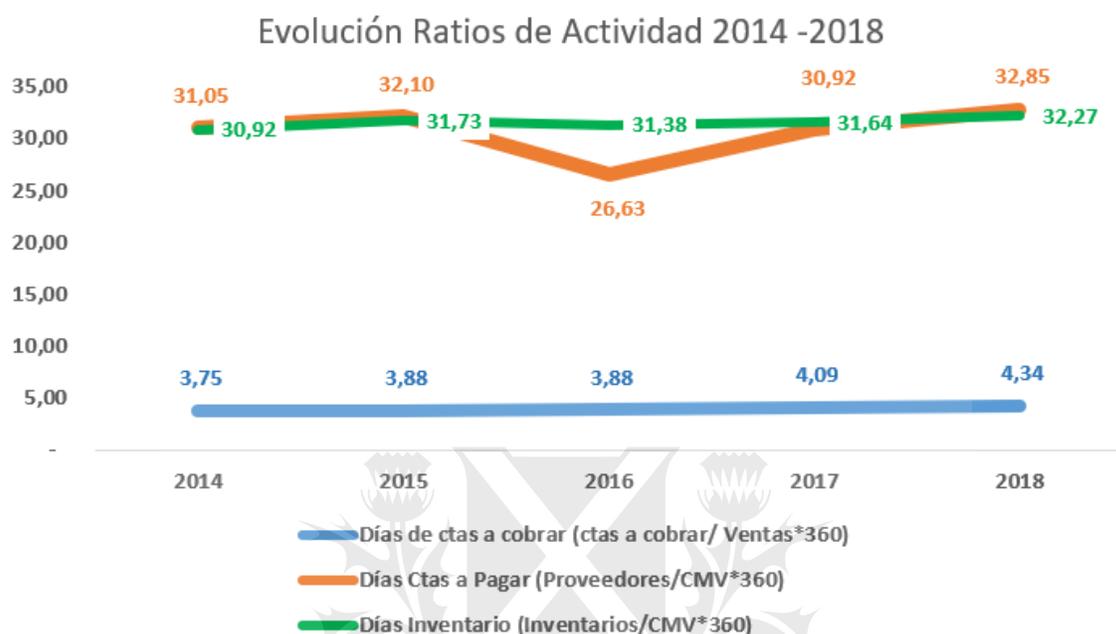


Gráfico 26 - Evolución Ratios de Actividad 2014 -2018 - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

4.4 Análisis del Estado de Flujos de Caja

El estado de flujo de efectivo de Costco es consistente con los datos antes presentados de los rubros del estado de situación patrimonial y el estado de resultados. El total de caja proveniente de las operaciones cayó en el 2018 respecto del 2017 de USD 6.726 a USD 5.774 millones, cabe resaltar que en el año 2017 dicha caja creció un 104% respecto a 2016. Esto se debe a dos factores, por un lado, un incremento del inventario y por el otro un menor ingreso de cuentas por cobrar.

El efectivo destinado a actividades de inversión presentó un crecimiento del 25% entre 2017 y 2018. El mayor cargo en esta clasificación está asociado a propiedad, planta y equipos que tuvo un incremento de USD 467 millones en este período. A su vez las actividades de inversión muestran una suba, producto del menor ingreso generado por la compra/venta de inversiones de

corto plazo. Por último, en los últimos 5 años se observa un crecimiento anual promedio del 8% el cual es consistente con las nuevas aperturas de sucursales.

En cuanto a las actividades de financiamiento, los últimos 5 años presentaron siempre egresos. El año 2018 presentó un egreso un 60% menor al 2017 y esto se debe principalmente a que durante 2017 se pagaron USD 3.904 millones en dividendos mientras que en el 2018 el pago de dividendos representó USD 689 millones. Por otro lado, durante los años 2017 y 2016 se realizaron repagos de deuda de largo plazo por USD 2.200 millones y USD 1.288 millones, respectivamente.

Por último, el total de efectivo generado presentó un crecimiento del 35% comparando 2018 versus 2017. Sin embargo, el crecimiento anual promedio para los últimos 5 años fue del -2% debido a que los años 2017 y 2016 representaron una caída interanual del 30% y 16%, respectivamente.

	2014	2015	2016	2017	2018
Caja neta por operaciones	\$ 3.984	\$ 4.285	\$ 3.292	\$ 6.726	\$ 5.774
Caja utilizada en inversiones	-\$ 2.093	-\$ 2.480	-\$ 2.345	-\$ 2.366	-\$ 2.947
Caja por financiamiento	-\$ 786	-\$ 2.324	-\$ 2.419	-\$ 3.218	-\$ 1.281
Cambio neto en efectivo y equivalentes de efectivo	\$ 1.094	-\$ 937	-\$ 1.422	\$ 1.167	\$ 1.509
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	\$ 5.738	\$ 4.801	\$ 3.379	\$ 4.546	\$ 6.055

Tabla 10 - Estado de flujo de efectivo - Fuente de elaboración propia en base al formulario 10-K presentado ante la SEC.

4.5 Comparación con la industria

	2018					
	Costco	Walmart*	Amazon	Kroger	Target	Promedio industria
Ratios de la actividad						
Ventas /Activos	3,39	2,33	1,43	3,18	1,80	2,43
Inventarios/CMV	0,09	0,11	0,12	0,07	0,18	0,12
Same store sales crecimiento	9,0%	4,0%	N/A	1,8%	5,0%	5,0%
Venta por local (millones de USD)	\$ 176	\$ 45	N/A	\$ 44	\$ 41	\$ 77
Ratios de Rentabilidad						
ROE	23,9%	17,5%	23,1%	16,4%	26,0%	21,4%
ROA (EBIT/ Activos)	11,1%	10,0%	7,6%	6,9%	10,0%	9,1%
Margen Bruto (%Ventas)	11,0%	24,5%	40,2%	21,7%	28,4%	25,2%
Margen Neto (%Ventas)	2,3%	1,4%	4,3%	2,5%	3,9%	2,9%
Ratios Crediticios						
Endeudamiento (P/PN)	2,12	2,02	2,73	3,84	2,65	2,67
Solvencia (A/P)	1,47	1,57	1,37	1,26	1,38	1,41
Liquidez (AC/PC)	1,02	0,80	1,10	0,76	0,83	0,90
Cobertura de intereses	28,47	9,36	8,77	4,22	8,92	11,94
Deuda/PN	0,50	0,80	1,16	1,82	1,00	1,06
Deuda/EBITDA	1,21	2,22	1,83	2,83	1,78	1,97

(*) Walmart cierra ejercicio el 31 de enero por lo cual se tomó el ejercicio que cerró el 31/01/2019

Tabla 11 - Comparación con la industria - Fuente de elaboración propia en base a los formularios 10-K.

A nivel general podemos observar que Costco presenta indicadores más que óptimos que sus competidores o que la diferencia con el promedio de la industria no resulta significativa. El indicador venta sobre activos es un 40% mayor al promedio de la industria y al mismo tiempo cuenta con un uso de los inventario más eficiente. Respecto al margen bruto cabe destacar que la rentabilidad de Costco se sostiene con el ingreso de las membresías el cual no se ve reflejado en dicho indicador. En cuanto a Amazon, el margen bruto representa un performance tan alto ya que por el tipo de negocio no cuenta con grandes egresos de costos de mercadería vendida.

Para el 2016 la venta promedio por tienda en supermercados en Estados Unidos fue de USD 17,39 miles de millones mientras que para el mismo año para Costco fue de USD 159 miles de millones (819% más que la media de su industria). Esta tendencia se sigue observando a través del tiempo ya que para el año 2018 las ventas promedio por tienda para Costco fueron de USD 176 millones, USD 45 millones para Walmart y USD 41 para Target.

5 Valuación

5.1 Valuación – Flujo de Fondos Descontados (DCF)

A continuación, se buscará alcanzar la valuación de Costco utilizando el método de Flujo de Fondos Descontados. Para ello en los puntos siguientes se desarrollarán los principales parámetros que serán de utilidad para arribar al valor de la firma.

El método de flujo de fondos descontados (DCF por sus siglas en inglés) es utilizado para valorar a un proyecto o a una compañía entera. Los métodos de DCF determinan el valor actual de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el costo de capital. Esto es necesario porque los flujos de fondos en diversos períodos no pueden ser comparados directamente puesto que no es lo mismo contar con una cantidad de dinero ahora, que en el futuro. Para abordar el método de Flujo De Fondos Descontado tendremos que poner atención a dos grandes elementos de la valuación:

- La proyección del Flujo de Fondos Libres.
- La determinación del costo de capital apropiado.

El Flujo de fondos disponible es la cantidad de efectivo que la firma puede pagar a los inversores luego de haber cubierto todas las necesidades de inversión para lograr el crecimiento.

$EBIT (1 - t)$

- *Inversiones de capital*

+ *Depreciaciones y amortizaciones*

- *Cambios en las necesidades de capital de trabajo que no sean efectivo*

= *Flujo de Fondos Libres de la compañía*

Para arribar al valor de la firma se va a calcular el valor actual de los flujos de fondos hasta un determinado horizonte de valuación al cual se le adicionará el valor actual proyectado del negocio más allá del horizonte (valor terminal). Para computar el valor actual se descontarán los flujos al costo de capital de la compañía.

$$\text{Valor Presente} = \underbrace{\frac{FFL_1}{1+r} + \frac{FFL_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FFL_H}{(1+r)^H}}_{\text{VP (Flujos de fondos libres)}} + \underbrace{\frac{FFL_{H+1}}{(r-g)}}_{\text{VP (Valor del horizonte)}}$$

Universidad de

San Andrés

$$VP = \sum_{t=1}^n \frac{FFL_t}{(1+r)^t} + \frac{FFL_{H+1}}{(r-g)}$$

$FFL = \text{flujo de fondos libres}$

$r = \text{tasa de descuento} = WACC$

$g = \text{tasa de crecimiento esperada a perpetua}$

5.2 Beta

El cálculo del parámetro beta se realizó en función de los datos históricos del índice S&P 500 y de Costco. Los datos utilizados fueron semanales para evitar la volatilidad existente en datos diarios, y se tomaron los registros de los últimos 7 años. Para el cálculo de beta se utilizó una

regresión lineal simple de los retornos de Costco contra los retornos del el índice S&P 500. La pendiente de la recta es el beta estimado y nos indica cuánto cambia en promedio el precio de la acción de Costco al variar en un 1% los retornos del mercado. Para el caso particular de Costco, **el beta de la acción presenta un valor de 0,779.**

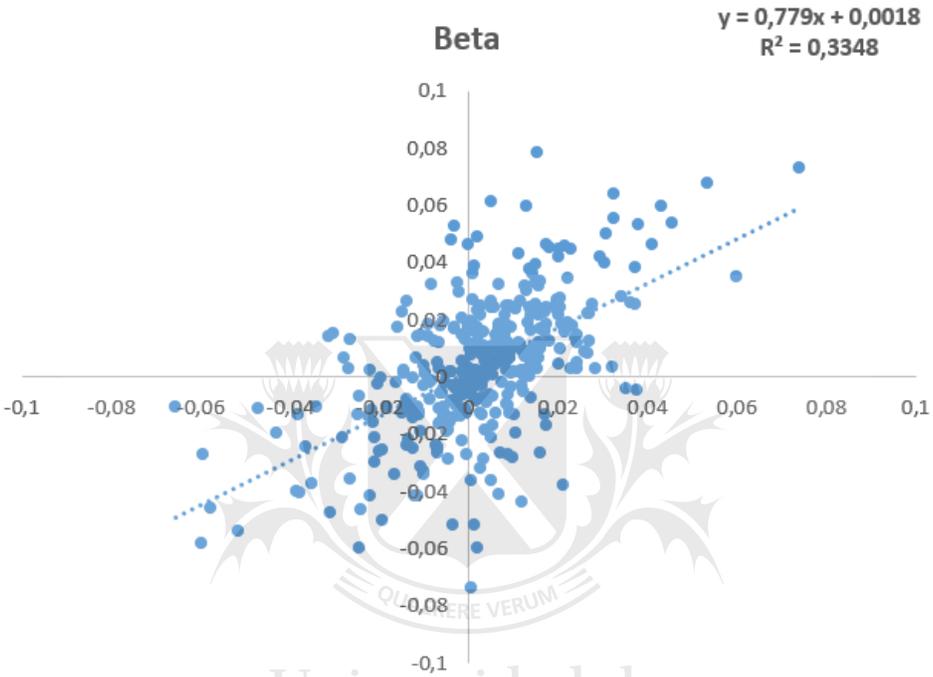


Gráfico 27 - Beta - Fuente de elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

Solo una pequeña porción del riesgo total de una acción proviene del mercado. El riesgo restante es específico de la firma y por ende diversificable, y que está representado en los puntos dispersos que rodean la línea de tendencia. El R^2 mide la porción de la varianza total en los retornos de la acción que puede ser explicado por los movimientos del mercado. El R^2 de Costco es de 33,48% del riesgo de Costco se debió al riesgo del mercado, y el restante 66,52% es diversificable.

Para validar la razonabilidad de la estimación del beta, se calcularon los betas de empresas comparables para el mismo periodo de tiempo. En la siguiente tabla se puede observar los betas apalancados y sin apalancar tanto de Costco como de sus competidores.

Betas de Costco y empresas comparables

En millones	Periodo 2011 - 2018			
	Costco	Walmart	Target	Kroger
Beta sin apalancar	0,742	0,450	0,570	0,453
Tasa impositiva	21%	21%	21%	21%
Deuda	6.487	58.033	11.275	14.351
Valor de mercado de las acciones	102.690	268.185	43.133	24.260
Beta apalancado	0,779	0,527	0,687	0,665

Tabla 12 - Betas de Costco y empresas comparables - Fuente de elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

5.3 Tasa Libre de Riesgo

El primer paso, a la hora de descontar los flujos, es seleccionar la tasa de descuento apropiada que incorpore tanto el costo de oportunidad del dinero como el riesgo de retorno del mismo. Esta tasa es uno de los elementos clave de la valuación dado que pequeñas variaciones en la misma pueden resultar en grandes variaciones del valor del activo. Cuando hablamos de la tasa de descuento, es importante diferenciar el costo de capital (equity en inglés) que consiste en la retribución esperada por los accionistas por proveer los fondos, del costo de la deuda (debt en inglés) que consiste en la tasa de interés que los acreedores solicitan para proveer a la firma de fondos a través de elementos estructurados como préstamos u obligaciones negociables. A la hora de descontar los fondos, vamos a trabajar con el método WACC (*“Weighted Average Cost of Capital”*) el cual consiste en ponderar los costos del equity y de la deuda en función del promedio ponderado del costo de los distintos componentes de la financiación (deuda con los acreedores y capital propio).

$$WACC = KD * \frac{D}{D + E} * (1 - T) + KE * \frac{E}{D + E}$$

Donde

- KD: corresponde a costo de la deuda
- D: valor de mercado de la deuda
- KE: costo del equity (costo del capital propio)
- E: valor de mercado del Equity (Capital propio)
- T: tasa de impuesto a las ganancias (tax)

En base a lo establecido previamente, se definió como tasa libre de riesgo a la tasa emitida por el gobierno estadounidense a un plazo de 10 años. Esta tasa cumple con la mayoría de los recaudos al ser emitida por un gobierno, en principio, solvente; coherente con el plazo en el que vamos a proyectar los fondos de la compañía, y se encuentra en la misma moneda que los flujos de fondos cumpliendo con el principio de consistencia. **La tasa libre de riesgo se definió en 2,86%**. Esta información se corresponde con la yield (rendimiento) del “*Treasury Note*” de 10 años suministrada por FRED (“*Federal Reserve Economic Data*”) al momento de la valuación.

5.4 Prima de Riesgo de mercado

La prima de riesgo de mercado es la diferencia entre el rendimiento esperado de una cartera de mercado y la tasa libre de riesgo. La prima de riesgo de mercado es igual a la pendiente de la línea del mercado de valores (SML), una representación gráfica del modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM- Capital Asset Pricing Model). CAPM mide la tasa de rendimiento requerida de las inversiones de capital.

Los inversionistas requieren una compensación por el riesgo y el costo de oportunidad. La tasa libre de riesgo es una tasa de interés teórica que pagaría una inversión con riesgo cero, y los rendimientos a largo plazo de los bonos del Tesoro de Estado Unidos se han utilizado tradicionalmente como un indicador de la tasa libre de riesgo debido al bajo riesgo de incumplimiento. Los rendimientos del mercado de renta variable se basan en los rendimientos esperados de un índice de referencia amplio, como el el índice S&P 500.

Para esta tesis se optó por el método de prima histórica que es el más utilizado en la práctica financiera. En el modelo de CAPM, la prima se define como la diferencia entre el retorno promedio en acciones y el retorno promedio en activos libres de riesgo en un período extendido de tiempo pasado.

Para definir la prima por riesgo se utilizó el período entre 1928 – 2018. El extendido período de tiempo asegura un pequeño error de estimación. Al tomar esta decisión se asumió que la aversión al riesgo del inversor promedio no varió significativamente en el período bajo análisis. A su vez se optó por el promedio geométrico para el cálculo de la prima por riesgo. En base a las decisiones antes mencionadas, se arribó a una retorno promedio de acciones de 9,49%. Si a la

misma la sustraemos la tasa libre de riesgo antes calculada de 2,86%, definimos una **prima por riesgo de 6,63%**.

5.5 Costo de Capital Propio

Para la obtención de la tasa de descuento del capital propio se utilizó el Modelo para la fijación de precios por activos de capital (CAPM) el cual describe la relación entre el rendimiento esperado y el riesgo de un activo financiero. Basado en la premisa de que los inversores tienen que ser compensados mediante una prima de riesgo – una cantidad de rendimiento del mercado mayor que la tasa libre de riesgo al invertir en activos financieros distintos a aquellos que ofrecen la tasa libre de riesgo. Cuanto más riesgosa sea la inversión mayor será el retorno esperado por los inversores.

La fórmula para calcular el retorno esperado consiste en sumarle a la tasa libre de riesgo el resultado obtenido mediante la multiplicación del beta del activo financiero en cuestión y la prima de riesgo del mercado.

$$\text{Costo del Capital Propio} = \text{Tasa Libre de Riesgo} + (\text{Beta} * \text{Prima de Riesgo del Mercado})$$

Para poder obtener el costo del capital propio necesitamos estimar los siguientes parámetros:

$$\text{Tasa libre de riesgo} = 2,86\%$$

$$\text{Beta} = 0,779$$

$$\text{Prima de Riesgo del Mercado} = 6,63\%$$

Resolviendo la ecuación encontramos que el costo del capital propio arroja un valor de 8,02%.

$$\text{Costo de Capital Propio} = 2,86\% + 0,779 * (6,63\%) = 8,02\%.$$

5.6 Costo de la Deuda

El costo de la deuda es el costo que tiene una empresa para desarrollar su actividad o un proyecto de inversión a través de tomar prestados fondos. Las principales características son:

- Es un costo observable.
- Mayor facilidad de cálculo que el costo del capital.
- Se utiliza el costo efectivo de la deuda después de impuestos.

El cálculo del costo de la deuda financiera se obtuvo mediante el spread que las Notas emitidas por Costco con vencimiento a mayo 2027 tenían respecto a las “*Treasury Note*” de 10 años emitidas por el gobierno estadounidense, el cual era de 70 puntos básicos. En conclusión, el costo de la deuda era de **3,56% al momento de la presente valuación.**



5.7 WACC – Costo promedio ponderado del capital

Para el cálculo de la tasa a la cual se descontarán los flujos de fondos libres de Costco se utilizó la metodología de Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por sus siglas en ingles) en el cual se multiplica el costo de cada componente del capital por su peso ponderado. En el cuadro a continuación se puede ver los componentes y la fórmula de cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital de Costco:

Costco del Capital Propio		
	Rf: Tasa Libre de Riesgo	2,86%
Re = Rf + B* (EP - Rf)	EP: Rendimiento S&P 1928-2018	9,49%
	B: Beta plazo 7 años	0,779
	Re: Tasa de decuento del capital Propio	8,02%
Costo de la Deuda		
Rd = Promedio ponderado del YTM	Rd: Tasa de Descuento de la Deuda - YTM Nota vencimiento mayo 2027	3,56%
Costo Promedio Ponderado del Capital		
	Re: Tasa de decuento del capital Propio	8,02%
WACC= Re * E/(D+E)	Rd: Tasa de Descuento de la Deuda	3,56%
+ Rd * (1-t) *	E: Patrimonio Neto	102.690
D/(D+E)	D: Deuda	6.487
	t: Alicuota Impuestos a las Ganancias	21%
	WACC: Costo Promedio Ponderado del Capital	7,71%

Tabla 13 - Cálculo del WACC - Fuente de elaboración propia.

En la fórmula del cálculo del WACC el valor del E (Patrimonio Neto) fue tomado de acuerdo con la capitalización de mercado y ascendía a USD 102.690 millones al momento de la valuación y para el valor D (Deuda) se consideró la deuda a largo plazo que en su mayoría se tratan de las Notas emitidas por Costco. La tasa de impuestos fue colocada en 21% de acuerdo con la alícuota en Estados Unidos. Con estos datos se alcanzó un **costo promedio ponderado del capital de 7,71%**.

5.8 Flujo de Fondos Libre

Flujo de caja o fondos libre, en inglés denominado “*free cash flow*” (FCF). Es el dinero disponible en la empresa una vez cubiertas las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos.

Su cálculo se realiza a través del flujo de caja operativo, al cual se le suman o se le restan los cambios en el capital de trabajo neto, así como las inversiones en propiedad, planta o equipo y las realizadas en otros activos no corrientes. El flujo de fondos libres puede ser distribuido para pagar a los accionistas y cubrir la deuda (tanto el principal como los intereses) con los acreedores de la empresa.

En este trabajo se optó por tomar un período de estimación de 5 años y a fin de ser consistentes se calculará el flujo de fondos libres para todos los accionistas y se lo descontará a la tasa WACC que es aquella que refleja tanto el retorno requerido por los deudores como accionistas.

5.9 Proyección de Ventas

Para estimar las ventas de Costco se consideró las transcripciones de la llamada que el CEO de la compañía tuvo con los analistas de mercado el 15 de octubre de 2018. De acuerdo con la información, proyectan incorporar entre 20 y 25 tiendas por año, lo que representa un crecimiento del 3% anual. Sumado a esto, se proyecta las ventas comparables (“same store sales”) en base al crecimiento histórico que presentaron en el periodo de los últimos 5 años 2014-2018 el cual tuvo una tasa de crecimiento anual compuesta en el orden del 3,44%.

En conclusión, se proyecta que para el periodo 2019 -2023 Costco tendrá un tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 6,5%. Esta estimación resulta congruente con la proyección de “*Winsight Grocery Business*” publicada en julio 2019 la cual informa que la tasa anual de crecimiento para Costco para el periodo 2019 -2024 será del 6,5%. A continuación, se detallan los supuestos considerados para la proyección de ventas y en el punto 5.10 se podrá observar la estimación del indicador EBIT/Ventas

Proyección de ventas 2019 – 2023 (en millones de USD)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Same store sales (%)	4%	1%	0%	4%	9%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Ventas total por tiendas actuales	\$110.212	\$113.666	\$ 116.073	\$126.172	\$138.434	\$143.198	\$148.127	\$153.225	\$158.498	\$163.953
Proyección de apertura de nuevas tiendas por año						23	24	24	25	26
Proyección total de tiendas	663	686	715	741	769	792	816	840	866	891
Proyeccion de ventas tiendas nuevas						\$ 4.153	\$ 8.758	\$ 13.853	\$ 19.478	\$ 25.678
Ventas totales (tiendas actuales + nuevas)	\$110.212	\$113.666	\$ 116.073	\$126.172	\$138.434	\$147.351	\$156.885	\$167.077	\$177.976	\$189.631

Tabla 14 - Proyección de ventas 2019 - 2023 (en millones de USD) - Fuente de elaboración propia.

Ventas totales proyectadas 2019 - 2023 (en millones de USD)

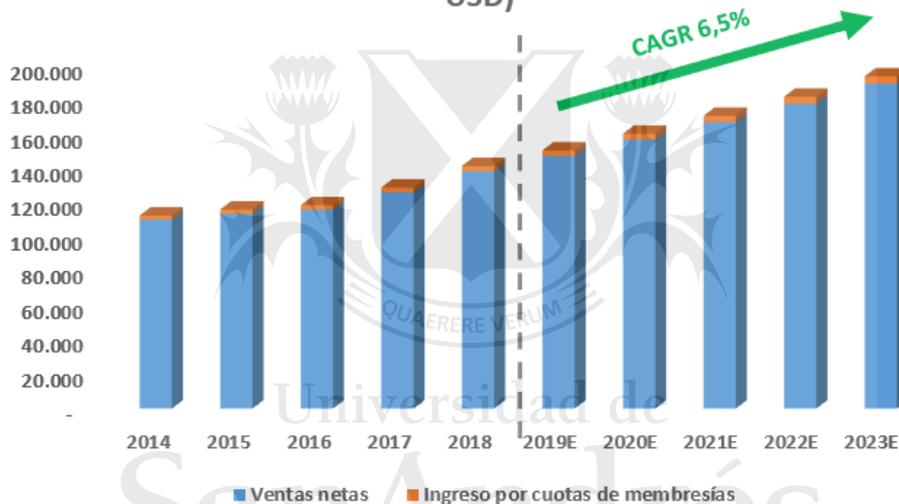


Gráfico 28 - Ventas totales proyectadas 2019 -2023 - Fuente de elaboración propia en base a información provista por Statista.

5.10 Margen Operativo

Sobre la proyección de ventas para alcanzar el Margen Operativo hay que deducir todas las ganancias antes de impuestos netamente operacionales, excluyendo todos aquellos ingresos/egresos productos de activos no operativos o costos de financiamiento como los intereses. Para la proyección se tuvo en cuenta el promedio de los datos históricos de la compañía (2014-2018). Cabe resaltar que las inversiones fueron proyectadas en función del peso promedio relativo del mismo con respecto a las ventas netas y la depreciación y amortización en función de la adquisición de nuevos activos. Así para el año 2023 se proyecta que las inversiones de capital

alcanzaran los USD 3.915 millones (un crecimiento del 32% respecto a 2018) y el EBIT se estima que será de USD 6.040 millones (un 33% más que en el 2018).

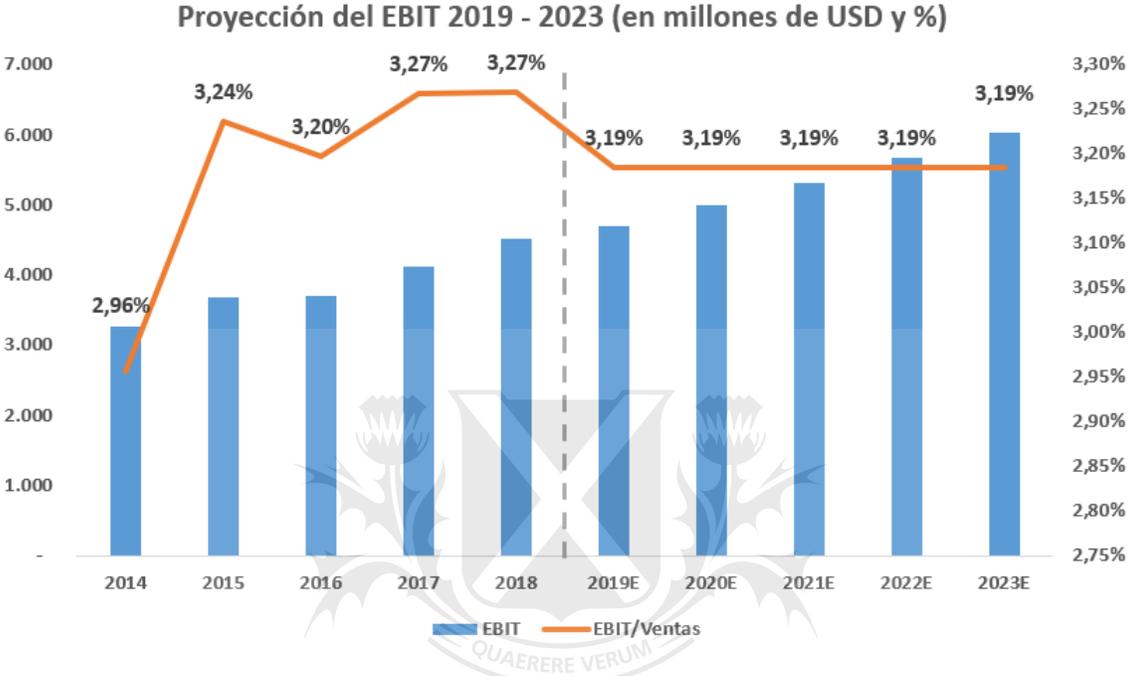


Gráfico 29 – Proyección del EBIT 2019 – 2023 (en millones de USD y %) - Fuente de elaboración Propia.



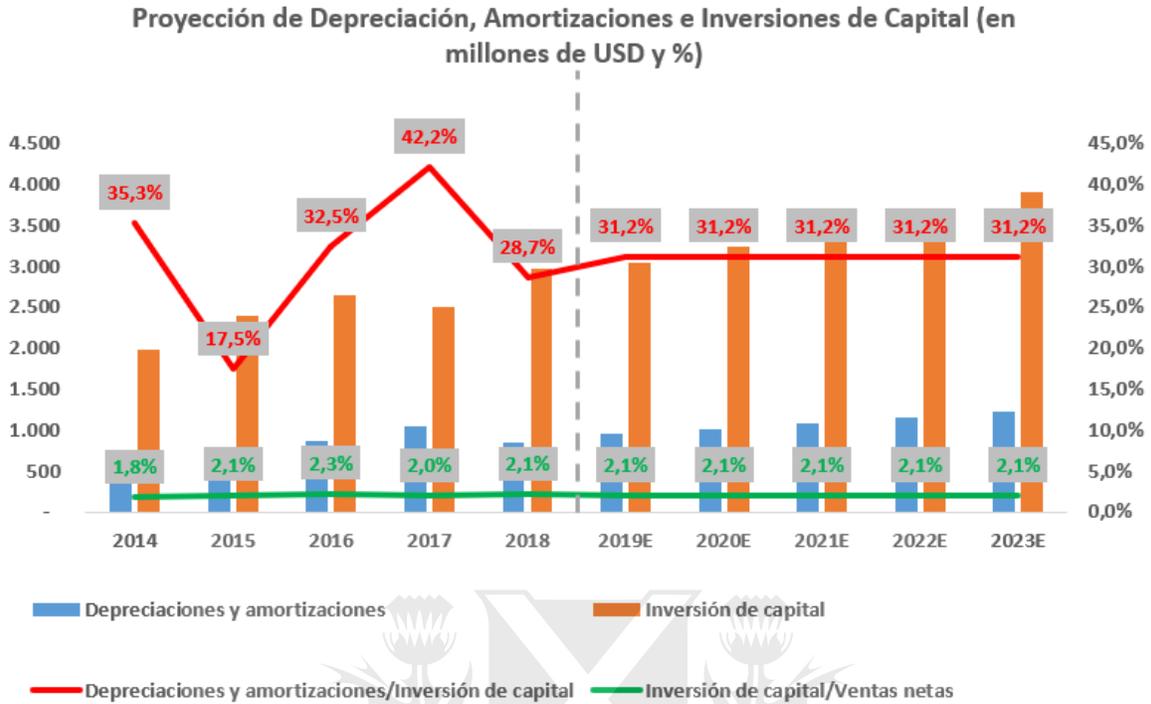


Gráfico 30 - Proyecciones de Depreciación, Amortizaciones e Inversiones de Capital- fuente de elaboración Propia.

5.11 Capital de Trabajo

La definición más básica, considera al Capital de Trabajo como aquellos recursos que requiere la empresa para desarrollar sus operaciones económicas. En ese sentido, el Capital de Trabajo viene a ser la diferencia existente entre los activos corrientes totales y los pasivos corrientes totales de la empresa.

Tomando como base la estimación previa de Ventas Netas y la proporción que representa el Capital de trabajo sobre estas en los últimos cinco años se estimó el promedio de este para el periodo 2019 – 2023 en 0,6% de las Ventas Netas.

Proyección del Capital de Trabajo

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Capital de Trabajo	\$ 3.176	\$ 240	-\$ 357	-\$ 178	\$ 363	\$ 857	\$ 912	\$ 971	\$ 1.035	\$ 1.102

Tabla 15 - Proyección del Capital de Trabajo - Fuente de elaboración propia.

5.12 Valor Terminal

El valor terminal incluye el valor esperado de los flujos de fondos de la compañía más allá del período de tiempo explícitamente proyectado. Para el cálculo de este valor se tomaron los siguientes parámetros:

- Flujo de fondos libre de la compañía en el año 2023.
- Tasa de crecimiento de largo plazo: considerando que aproximadamente el 72,2% de las operaciones de las ventas de Costco se realizan en Estados Unidos, para el cálculo de la tasa nominal de crecimiento de largo plazo se tomó la tasa estimada de crecimiento dicho país de acuerdo con la información provista por la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) publicado en junio 2019, la cual como se mostrará a continuación se estima en el orden del 3,9%. De acuerdo con la información provista en esta misma fuente, el crecimiento real del Producto Bruto Interno para el largo plazo va a ser de 1,9%; y la inflación es de 2%. Sin embargo, Costco se estima que crecerá a perpetuidad menos que la economía cuando alcance un grado de saturación en la apertura de locales y por lo cual utilizaremos como tasa de crecimiento a perpetuidad 3%.
- La tasa de descuento utilizada se tomó el costo del capital ya calculado en este trabajo del 7,71%.

5.13 Resultado del Flujo de Fondos Descontados (DCF)

En el presente informe se presenta la valuación del capital accionario de Costco mediante la metodología de flujo de fondos descontados utilizando:

- Fecha de valuación: 2 de septiembre de 2018.
- Costo Promedio Ponderado del Capital: 7,71%.
- Flujos de Fondos Libres proyectados entre 2019 y 2023.
- Valor Terminal para el periodo 2023.

En base a las premisas antes mencionadas y mediante la aplicación del método de flujo de fondos descontados, se arribó al valor de la firma. Dicho valor es el de la firma en su totalidad, tanto para accionistas como para acreedores. Para alcanzar el valor de los accionistas, al valor de la firma se le descuenta el valor de Deuda Neta (Deuda Financiera – Caja).

Expresado en millones

Valor actual de los Flujos de Fondos	USD	6.687
Valor actual del Valor Terminal	USD	30.315
Valor de la firma	USD	37.002
Caja	USD	6.055
Deuda	USD	6.487
Valor del Equity	USD	36.570
Acciones en circulación		437
Precio por acción	USD	83,65
Precio de mercado al 02/09/2019	USD	231,33

Tabla 16 - Valuación de Costco DCF - Fuente de elaboración propia.

Como resultado de la valuación se obtiene que el valor del capital accionario de Costco es equivalente a USD 36.570 millones lo que equivale a USD 83,56 por acción al 2 de septiembre de 2018 mientras que el valor de la acción para dicha fecha era de USD 231,33 según Yahoo finance.

Adicionalmente al escenario base se estimó un escenario optimista y un escenario pesimista con los siguientes parámetros:

a) Escenario Base:

- CAGR de Ventas de Costco 2019-2023: 6,5%
- Tasa WACC de 7,71%
- Tasa de Crecimiento a Perpetuidad: 3%

b) Escenario Optimista:

- CAGR de Ventas de Costco 2019-2023: 7,5%
- Tasa WACC de 7,71%
- Tasa de Crecimiento a Perpetuidad: 3%

c) Escenario Pesimista:

- CAGR de Ventas de Costco 2019-2023: 5,5%
- Tasa WACC de 7,71%
- Tasa de Crecimiento a Perpetuidad: 3%

En la siguiente tabla, donde se muestra los resultados de los tres escenarios, se puede observar que el valor del capital accionario de Costco se encuentra entre USD 34.883 millones y USD 38.330 millones según la valuación propuesta en este trabajo.

Expresado en millones		Base	Optimista	Pesimista
Valor actual de los Flujos de Fondos	USD	6.687	6.992	6.395
Valor actual del Valor Terminal	USD	30.315	31.770	28.921
Valor de la firma	USD	37.002	38.762	35.315
Caja	USD	6.055	6.055	6.055
Deuda	USD	6.487	6.487	6.487
Valor del Equity	USD	36.570	38.330	34.883
Acciones en circulación		437	437	437
Precio por acción	USD	83,65	87,67	79,79
Precio de mercado al 02/09/2019	USD	231,33	231,33	231,33

Tabla 17 - Valuación de Costco DCF escenarios - Fuente de elaboración propia.

En base a las premisas incluidas para cada escenario llegamos a un precio en dólares por acción que se ubica en 87,67 para un entorno optimista y de 79,79 dólares por acción para un entorno pesimista para Costco.

A continuación, se realiza una matriz en donde se sensibilizan el Costo Promedio Ponderado del Capital y la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad y nos dan un rango de precio por acción que va desde USD\$ 83,65 a USD\$ 530,83.

Matriz de precios de la acción – DCF escenario base

CPPC/TCP	5,71%	6,21%	6,71%	7,21%	7,71%
3,00%	147,74	124,25	107,10	94,03	83,65
3,50%	178,51	145,04	122,00	105,18	92,25
4,00%	227,27	175,23	142,40	119,80	103,17
4,50%	316,33	223,08	172,03	139,83	117,48
5,00%	530,83	310,48	218,99	168,91	137,07

Tabla 18 - Matriz de precios de la acción DCF escenario base - fuente de elaboración propia.

5.14 Valuación por Múltiplos

Para concluir, se realizará un enfoque de valuación relativa donde a través de diferentes múltiplos de empresas comparables se conseguirá resumir y testear la valuación realizada por Flujo de Fondos Descontados. Esto se basa en el hecho que activos similares deberían venderse a precios similares y por esto compañías en la misma industria y con un rendimiento similar deberían negociarse a un múltiplo similar. Uno de los factores relevantes a la hora de realizar una valuación relativa es la elección de las empresas comparables.

Para Costco se consideraron empresas públicas dentro de la misma industria que compiten a nivel internacional: Walmart, Kroger, Target y Amazon.

Dado que se trata de empresas que desarrollan sus actividades en el sector minorista es que se decidió que el múltiplo más apropiado es el que relaciona EV/EBITDA el valor de la firma con el EBITDA.

Empresa	Mercado	EV/EBITDA	Crecimiento de ventas 3 años	Margen Operativo	ROA	ROE
 Walmart	Nasdaq	11,81	6,7%	4,3%	10,01%	17,51%
 Kroger	Nasdaq	6,98	10,3%	2,2%	6,86%	16,43%
 TARGET	Nasdaq	8,29	2,1%	5,5%	9,95%	26,00%
 amazon	Nasdaq	35,35	117,6%	5,3%	7,64%	23,13%
Mediana		10,05	8,51%	4,82%	8,80%	20,32%
 COSTCO WHOLESALE	Nasdaq	10,05x - 12,05x	21,8%	3,2%	11,08%	23,92%

Tabla 19 - Valuación por múltiplos - Fuente de elaboración propia en base a información provista por Yahoo Finance.

En el cuadro siguiente se presentará la valuación por múltiplos de Costco. El rango del múltiplo EV/EBITDA es 10,05x a 12,05x. Tomando de punto de partida el rango de múltiplos y sumando la información de Ventas, Deuda Financiera, Caja y acciones en circulación de Costco al 2 de septiembre 2018, se arribó al valor de Equity de la compañía de USD 59.011, el cual da como resultado un valor de acción de USD 134,97.

En millones	Límite inferior	Punto medio	Límite superior
Ratio EV/EBITDA	10,05	11,05	12,05
EBITDA		5.379	
EV Costco	54.069	59.443	64.817
Caja		6.055	
Deuda		6.487	
Equity	53.637	59.011	64.385
Acciones en Circulación		437	
Precio por acción	122,68	134,97	147,27

Tabla 20 - Valuación por múltiplos - Fuente de elaboración propia.

Por último, se preparó una tabla de sensibilidad para el valor de la compañía. Para realizar este análisis se utilizaron rangos de EV/EBITDA entre 10,05x y 12,05x, y se incorporaron variantes de EBITDA. De esta manera se arribó a que el precio de la acción de Costco se encuentra entre USD 120,19 y USD 150,23 por acción.

EV/EBITDA	10,05x	10,55x	11,05x	11,55x	12,05x
5.271	120,19	126,21	132,24	138,27	144,30
5.325	121,42	127,51	133,60	139,69	145,78
5.379	122,66	128,81	134,96	141,11	147,27
5.433	123,90	130,11	136,32	142,53	148,75
5.487	125,13	131,41	137,68	143,96	150,23

Tabla 21 - Valuación por múltiplos análisis de sensibilidad - Fuente de elaboración propia.



6 Anexos

6.1 DCF – Escenario Base

	Estado de Resultado						Proyecciones				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Ventas netas	\$ 110.212	\$ 113.666	\$ 116.073	\$ 126.172	\$ 138.434	147.351	156.885	167.077	177.976	189.631	
CMV	-\$ 98.458	-\$ 101.065	-\$ 102.901	-\$ 111.882	-\$ 123.152	-\$ 131.006	-\$ 139.482	-\$ 148.544	-\$ 158.234	-\$ 168.596	
Ganancia bruta	\$ 11.754	\$ 12.601	\$ 13.172	\$ 14.290	\$ 15.282	\$ 16.345	\$ 17.403	\$ 18.534	\$ 19.743	\$ 21.035	
Ingreso por cuotas de membresías	\$ 2.428	\$ 2.533	\$ 2.646	\$ 2.853	\$ 3.142	\$ 3.313	\$ 3.527	\$ 3.757	\$ 4.002	\$ 4.264	
Gastos administrativos y comerciales	-\$ 10.899	-\$ 11.445	-\$ 12.068	-\$ 12.950	-\$ 13.876	-\$ 14.924	-\$ 15.890	-\$ 16.922	-\$ 18.026	-\$ 19.207	
Gastos de preapertura	-\$ 63	-\$ 65	-\$ 78	-\$ 82	-\$ 68	-\$ 87	-\$ 93	-\$ 99	-\$ 105	-\$ 112	
Ganancia operativa	\$ 3.220	\$ 3.624	\$ 3.672	\$ 4.111	\$ 4.480	\$ 4.647	\$ 4.947	\$ 5.269	\$ 5.613	\$ 5.980	
Egresos financieros	-\$ 113	-\$ 124	-\$ 133	-\$ 134	-\$ 159	-\$ 161	-\$ 172	-\$ 183	-\$ 195	-\$ 208	
Ingresos financiero	\$ 52	\$ 50	\$ 41	\$ 50	\$ 75	\$ 65	\$ 69	\$ 74	\$ 78	\$ 84	
Resultado por diferencias de tipo de cambio	\$ 26	\$ 47	\$ 28	\$ 5	\$ 23	\$ 30	\$ 32	\$ 34	\$ 36	\$ 39	
Otros ingresos y egresos	\$ 12	\$ 7	\$ 11	\$ 17	\$ 23	\$ 17	\$ 18	\$ 19	\$ 20	\$ 21	
Subtotal otros	-\$ 23	-\$ 20	-\$ 53	-\$ 72	-\$ 38	-\$ 50	-\$ 53	-\$ 56	-\$ 60	-\$ 64	
Ganancia antes del impuesto a las ganancias	\$ 3.197	\$ 3.604	\$ 3.619	\$ 4.039	\$ 4.442	\$ 4.597	\$ 4.895	\$ 5.213	\$ 5.553	\$ 5.916	

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	3.258	3.678	3.711	4.123	4.526	4.694	4.997	5.322	5.669	6.040
EBIT*T	1.140	1.287	1.299	1.443	950	986	1.049	1.118	1.190	1.268
Depreciaciones y amortizaciones	704	418	861	1.056	853	951	1.012	1.078	1.148	1.223
Inversiones de capital	1.993	2.393	2.649	2.502	2.969	3.042	3.239	3.450	3.675	3.915
Var. Capital de trabajo	1.217	- 2.936	- 597	179	541	494	55	59	63	68
FCFF	- 388	3.352	1.221	1.055	919	1.123	1.665	1.773	1.889	2.012
Perpetuidad										43.958
Valor Presente de FCF a Sep. 2018						1.042	1.435	1.419	1.403	31.703
Valor de la firma	37.002									
Caja y equivalentes	6.055									
Deuda	6.487									
Valor del equity	36.570									
Acciones en circulación según balance 02/09/2018 (en millones)	437									
Precio por acción	83,65									



 Universidad de
San Andrés

6.2 DCF – Escenario Optimista

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	3.258	3.678	3.711	4.123	4.526	4.919	5.237	5.577	5.941	6.330
EBIT*T	1.140	1.287	1.299	1.443	950	1.033	1.100	1.171	1.248	1.329
Depreciaciones y amortizaciones	704	418	861	1.056	853	996	1.061	1.130	1.203	1.282
Inversiones de capital	1.993	2.393	2.649	2.502	2.969	3.188	3.395	3.615	3.851	4.103
Var. Capital de trabajo	1.217	- 2.936	- 597	179	541	535	58	62	66	71
FCFF	- 388	3.352	1.221	1.055	919	1.159	1.745	1.858	1.979	2.109
Perpetuidad										46.068
períodos						1	2	3	4	5
Valor Presente de FCFF a Sep. 2018						1.076	1.504	1.487	1.470	33.225
Valor de la firma	38.762									
Caja y equivalentes	6.055									
Deuda	6.487									
Valor del equity	38.330									
Acciones en circulación según balance 02/09/2018 (en millones)	437									
Precio por acción	87,67									

Universidad de
San Andrés

6.3 DCF – Escenario Pesimista

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	3.258	3.678	3.711	4.123	4.526	4.478	4.767	5.077	5.408	5.762
EBIT*T	1.140	1.287	1.299	1.443	950	940	1.001	1.066	1.136	1.210
Depreciaciones y amortizaciones	704	418	861	1.056	853	907	966	1.028	1.095	1.167
Inversiones de capital	1.993	2.393	2.649	2.502	2.969	2.902	3.090	3.291	3.506	3.735
Var. Capital de trabajo	1.217	- 2.936	- 597	179	541	454	53	57	60	65
FCFF	- 388	3.352	1.221	1.055	919	1.088	1.589	1.692	1.802	1.920
Perpetuidad										41.936
periodos						1	2	3	4	5
Valor Presente de FFCF a Sep. 2018						1.010	1.369	1.354	1.338	30.244
Valor de la firma	35.315									
Caja y equivalentes	6.055									
Deuda	6.487									
Valor del equity	34.883									
Acciones en circulación según balance 02/09/2018 (en millones)	437									
Precio por acción	79,79									

7 Bibliografía

Académica

- Brealey, Myers, & Allen. (2011). Principles of Corporate Finance. En Brealey, Myers, & Allen, Principles of Corporate Finance (10 ed.). McGraw-Hill.
- Brigham, Eugene F. y Houston, Joel F. Fundamentos de administración financiera, décima edición. Thomson International, 2005.
- Copeland T. et. al. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. McKinsey & Company, Inc., 3ra Ed. 2000.
- Damodaran, A. (2011). Applied Corporate Finance. En A. Damodaran
- Koller, T; Goedhart, M y Wessels, D., 2010, “Valuation: measuring and managing the value of companies”, quinta edición, John Wiley & Sons, Inc.

Informes de investigación y páginas web

- Amazon: <https://ir.aboutamazon.com/static-files/49d37e9a-da32-44f8-9a0d-62db6cd70068>
- American Consumer Satisfaction Index: https://www.theacsi.org/index.php?option=com_content&view=article&id=149&catid=&temid=214&i=Department+and+Discount+Stores
- Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2016-04-11/amazon-fresh-how-grocers-can-strike-back>
- Costco Wholesale Corporation: <http://investor.costco.com/corporate-profile-2>
- Costco Wholesale Corporation – Balances anuales: <http://investor.costco.com/financial-information/annual-reports>
- <http://investor.costco.com/static-files/6df4cd0a-2720-4959-923d-0a2e6c94479a>
- <http://investor.costco.com/static-files/29bd6bc7-b9e9-4f17-aac0-6b5cb82c1da3>
- Costco Wholesale Corporation – Historia de la compañía: <https://www.costco.com/membership-information.html>
- Deloitte: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Consumer-Business/cons-global-powers-retailing-2019.pdf>
- Economipedia – Costo de la deuda: <https://economipedia.com/definiciones/coste-de-la-deuda-kd.html>
- Federal Reserve Economic Data (FRED): <https://fred.stlouisfed.org/series/ECOMPCTSA>
<https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcproitabl20190619.htm>
- Fondo Monetario Internacional: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=56&pr.y=18&sy=2017&ey=2024&scsm=1&ssd=1&sort=subject&ds=%2C&br=1&c=111&s=NGDP>

[R%2CNGDP_RPCH%2CNGDP%2CNGDPD%2CPPPGDP%2CNGDP_D%2CNGDPRPC%2CNGDP_RPPPPC%2CNGDPPC%2CNGDPDPC%2CPPPPC%2CPCPI%2CPCPIPCH&grp=0&a=](#)

- Investopedia – Market Premium: <https://www.investopedia.com/terms/d/DCF.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/m/marketriskpremium.asp>
- Kroger – Formulario 10-K: <http://www.snl.com/Cache/c397346493.html>
- Market Research – The resilience of Costco: <https://www.docdroid.net/ESDQF2R/costco-deck.pdf#page=146>
- Motley Fool Transcription - Transcripción de la llamada del CEO de Costco con los analistas de mercado: <https://www.fool.com/investing/2018/10/15/costco-wholesale-corporation-cost-q4-2018-earnings.aspx>
- National Retail Federation – Stores NRF's Magazine (01/07/2019):
<https://stores.org/2019/07/01/2019-top-100-retailers/>
- <https://stores.org/stores-top-retailers-2018/>
- <https://stores.org/stores-top-retailers-2017/>
- New York University - Betas por sector:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Statista: <https://es-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistik/suche/?q=Costco+Wholesale&language=0&p=3>
- file:///C:/Users/80015327/Downloads/study_id10830_food-retail-in-the-united-states-statista-dossier.pdf
- file:///C:/Users/80015327/Downloads/study_id46044_costco-wholesale-corporation.pdf
- <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/716913/costco-revenue-worldwide/>
- Target – Formulario 10-K: https://investors.target.com/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B%5D=471&field_nir_sec_date_filed_value=#views-exposed-form-widjet-sec-filings-table
- Walmart:
<https://stock.walmart.com/investors/financial-information/sec-filings/default.aspx>
- Wikifinanzas - Flujo de fondos libres: <http://wiki-finanzas.com/index.php?seccion=Contenido&id=2012C0539>
- Wikipedia: https://es.wikipedia.org/wiki/Flujo_de_fondos_descontados
- https://es.wikipedia.org/wiki/Prima_de_riesgo
- Winsight Grocery Business: <https://www.winsightgrocerybusiness.com/2019/power-players>
- Yahoo Finance - Retornos Costco:
<https://finance.yahoo.com/quote/COST/history?period1=1378177200&period2=1535943600&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk>
- Yahoo Finance - Retornos MSCI:
<https://finance.yahoo.com/quote/ACWI/history?period1=1220238000&period2=1536116400&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk>

8 Referencias

8.1 Referencias Gráficos

GRÁFICO 1 - VENTAS NETAS DE COSTCO A NIVEL MUNDIAL DESDE 2014 HASTA 2018 - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT 2018.....	3
GRÁFICO 2 - EVOLUCIÓN DE EBITDA 2014 - 2018 (EN MILLONES DE USD) - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT 2018.	3
GRÁFICO 3 - RESUMEN DE INVERSORES INSTITUCIONALES - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LA INFORMACIÓN PROVISTA EN WWW.NASDAQ.COM.....	5
GRÁFICO 4 - 5 PRINCIPALES INVERSORES INSTITUCIONALES - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LA INFORMACIÓN PROVISTA EN WWW.NASDAQ.COM.....	6
GRÁFICO 5 - GRÁFICO COMPARATIVO DE LAS GANANCIAS ACUMULADAS EN LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN PROVISTA POR YAHOO FINANCE.....	7
GRÁFICO 6 - EVOLUCIÓN DE LA CANTIDAD DE MEMBRESÍAS COSTCO 2009-2018 (EN MILES) - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT.....	9
GRÁFICO 7 - EVOLUCIÓN CANTIDAD DE TIENDAS - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT 2018.	11
GRÁFICO 8 - VENTA PROMEDIO POR TIENDA - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT 2018.....	11
GRÁFICO 9 - VARIACIÓN INTERANUAL DE VENTAS COMPARABLES - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT 2018.....	12
GRÁFICO 10 - VENTAS TOTALES DE TIENDAS MINORISTAS Y DE ALIMENTOS EN LOS ESTADOS UNIDOS DESDE 1992 HASTA 2017 (EN MILES DE MILLONES DE USD) - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL INFORME "SUPERMARKETS IN THE UNITED STATES" DE STATISTA.	15
GRÁFICO 11 - LOS 20 LÍDERES DEL MERCADO MINORISTAS A NIVEL MUNDIAL EN 2017, BASADOS EN LOS INGRESOS (EN MILES DE MILLONES DE USD) - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL INFORME "GLOBAL POWERS RETAILING 2019" PUBLICADO POR DELOITTE.....	19
GRÁFICO 12 - DISTRIBUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL MERCADO MINORISTA - ALIMENTOS Y BEBIDAS EN ESTADOS UNIDOS EN 2016 (%) - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN PROVISTA POR BLOOMBERG.....	20
GRÁFICO 13 - EVOLUCIÓN DE VENTAS DE LOS PRINCIPALES ACTORES DE MERCADO EN LOS ESTADOS UNIDOS DE 2011 A 2018 (EN MILES DE MILLONES DE USD - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN PROVISTA POR STATISTA.....	21
GRÁFICO 14 - NIVEL DE SATISFACCIÓN DEL CONSUMIDOR EN TIENDAS DEPARTAMENTALES EN LOS ESTADOS UNIDOS EN 2018 (%) - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL ÍNDICE AMERICAN CONSUMER SATISFACTION INDEX.	23
GRÁFICO 15 - PORCENTAJE DE VENTAS ELECTRÓNICAS SOBRE EL TOTAL DE LAS VENTAS PARA NEGOCIO MINORISTA (1999 - 2019) - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN PROVISTA POR FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA.	24
GRÁFICO 16 -EVOLUCIÓN DE COSTO DE MERCADERÍA VENDIDA (EN MILLONES DE USD Y %) - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.....	28
GRÁFICO 17 - EVOLUCIÓN DE GASTOS ADMINISTRATIVOS Y COMERCIALIZACIÓN (EN MILLONES DE USD Y %) - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	29
GRÁFICO 18 - EVOLUCIÓN DEL INGRESO POR MEMBRESÍAS Y DEL EBIT (EN MILLONES DE USD Y %) FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.....	30
GRÁFICO 19 - EVOLUCIÓN DE ROE - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	31
GRÁFICO 20 - EVOLUCIÓN ROA (EN MILLONES DE USD Y %)- FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	32

GRÁFICO 21 - EVOLUCIÓN DEL EBIT Y EBITDA (EN MILLONES DE USD)- FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.....	33
GRÁFICO 22 - EVOLUCIÓN DE EBIT/VENTAS (EN%) - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	34
GRÁFICO 23- MARGEN BRUTO (% DE VENTAS)- FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.....	34
GRÁFICO 24- MARGEN OPERATIVO (% DE VENTAS)- FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.....	35
GRÁFICO 25 - EVOLUCIÓN DEUDA Y PATRIMONIO NETO (EN MILLONES DE USD Y %) - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	36
GRÁFICO 26 - EVOLUCIÓN RATIOS DE ACTIVIDAD 2014 -2018 - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	37
GRÁFICO 27 - BETA - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DE YAHOO FINANCE.....	41
GRÁFICO 28 - VENTAS TOTALES PROYECTADAS 2019 -2023 - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN PROVISTA POR STATISTA.	48
GRÁFICO 29 – PROYECCIÓN DEL EBIT 2019 – 2013 (EN MILLONES DE USD Y %) - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.....	49
GRÁFICO 30 - PROYECCIONES DE DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIONES E INVERSIONES DE CAPITAL- FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.	50

8.2 Referencias Tablas

TABLA 1 - PRECIOS MÁXIMOS Y MÍNIMOS DE LA ACCIÓN "COST" - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA BASE COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT 2018.....	7
TABLA 2 - EVOLUCIÓN DE LA CANTIDAD DE MEMBRESÍAS COSTCO (EN MILES) - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT.	8
TABLA 3- EVOLUCIÓN DE LAS MEMBRESÍAS - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT 2018.....	9
TABLA 4 – VENTAS NETAS DE COSTCO A NIVEL MUNDIAL DESDE 2011 HASTA 2018 (EN MILLONES DE USD) – FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A COSTCO WHOLESALE CORPORATION ANNUAL REPORT 2018.....	10
TABLA 5 - LOS 10 ATRIBUTOS MÁS VALORADOS POR EL CONSUMIDOR AMERICANO PARA EL AÑO 2017 - FUENTE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A UNA ENCUESTA REALIZADA POR BRANDSPARK EN SEPTIEMBRE 2017.....	22
TABLA 6 - SITUACIÓN PATRIMONIAL 2014 A 2018 - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	25
TABLA 7 -SITUACIÓN PATRIMONIAL SEGÚN SU PESO RELATIVO - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	26
TABLA 8 - ESTADO DE RESULTADOS 2014 A 2019 - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.....	27
TABLA 9 - ANÁLISIS DE TENDENCIA DE RATIOS FINANCIEROS - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	31
TABLA 10 - ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE AL FORMULARIO 10-K PRESENTADO ANTE LA SEC.	38
TABLA 11 - COMPARACIÓN CON LA INDUSTRIA - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A LOS FORMULARIOS 10-K.....	38
TABLA 12 - BETAS DE COSTCO Y EMPRESAS COMPARABLES - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DE YAHOO FINANCE.	42
TABLA 13 - CÁLCULO DEL WACC - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.....	46
TABLA 14 - PROYECCIÓN DE VENTAS 2019 - 2023 (EN MILLONES DE USD) - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.....	48
TABLA 15 - PROYECCIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.....	50

TABLA 16 - VALUACIÓN DE COSTCO DCF - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.	52
TABLA 17 - VALUACIÓN DE COSTCO DCF ESCENARIOS - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.	53
TABLA 18 - MATRIZ DE PRECIOS DE LA ACCIÓN DCF ESCENARIO BASE - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.	54
TABLA 19 - VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN PROVISTA POR YAHOO FINANCE.	55
TABLA 20 - VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.....	55
TABLA 21 - VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD - FUENTE DE ELABORACIÓN PROPIA.....	56



Universidad de
San Andrés