



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Negocios**

**Magister en Finanzas**

***Trabajo Final de Graduación***

***Valuación del Capital Accionario de***

***Costco Wholesale Corporation***

**Autor: Ming Ther Huang**

**DNI: 18.889.536**

**Mentor: Alejandro Loizaga**

**Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Julio de 2020**



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Magister en Finanzas**

**Trabajo Final de Graduación**

**Valuación del Capital Accionario de**

**Costco Wholesale Corporation**



**Autor: Ming Ther Huang**

**DNI: 18.889.536**

**Mentor: Alejandro Loizaga**

**Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Julio de 2020**

## Contenido

1	RESUMEN EJECUTIVO .....	3
2	DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO .....	4
2.1	La empresa .....	4
2.2	Modelo de negocio .....	6
3	ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA.....	10
3.1	Entorno económico.....	10
3.2	La Industria.....	12
3.3	Análisis competitivo .....	13
3.4	Conclusión del Análisis de la Industria .....	14
4	ANÁLISIS FINANCIERO .....	15
4.1	Análisis de resultados y márgenes .....	17
4.2	Ratios de rentabilidad .....	21
4.3	Ratios de la actividad .....	22
4.4	Análisis DUPONT .....	23
4.5	Ratios crediticios .....	25
4.6	Comparación con la industria .....	25
4.7	Flujo de caja .....	27
4.8	Estructura de capital y endeudamiento.....	28
4.9	Conclusión del Análisis Financiero .....	29
5	Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF) .....	31
5.1	Flujo de fondos.....	32
5.2	Tasa de descuento .....	37
5.2.1	Costo del capital propio.....	38
5.2.2	Costo de la deuda .....	40
5.2.3	Estructura de capital.....	41
5.2.4	Costo del capital estimado .....	42
5.2.5	Valor terminal.....	42
5.2.6	Resultado de la valuación.....	43
6	Valuación por Múltiplos Comparables .....	46
7	Conclusión .....	50
8	Glosario.....	51
9	Bibliografía.....	52
10	Anexos .....	54

# 1 RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como objetivo valuar el paquete accionario de Costco Wholesale Corporation mediante los métodos de Flujo de Fondos Descontados (DCF) y de Valuación por Múltiplos Comparables, estableciendo como fecha de valuación el día 1 de septiembre de 2019, día de cierre de los últimos Estados Contables anuales disponibles.

A modo introductorio, se expone una descripción de la compañía, su historia, modelo de negocios, estructura corporativa, factores claves del negocio, evolución del negocio a lo largo del tiempo, estrategias de comercialización, entre otros. Luego se presenta un análisis de la industria en la que opera la empresa, incluyendo el posicionamiento competitivo, fortalezas y debilidades, y estadísticas de variables que afectan al sector. Previo a realizar la valuación se realiza el análisis económico financiero de la compañía a través de los valores históricos reportados en sus Estados Contables y aplicando métodos estándares de evaluación de tendencias y márgenes, así como distintos ratios financieros, tanto generales como específicos de la industria.

A partir del análisis realizado, podemos afirmar que Costco es un operador muy eficiente en relación a sus competidores y presenta un modelo de negocios exitoso. Si bien es una empresa madura y establecida en el mercado, muestra una gran capacidad para crecer de manera orgánica, a pesar del cambio estructural que atraviesa la industria con la irrupción del comercio electrónico. La compañía presenta una sólida generación caja y esta previsibilidad le ha permitido distribuir dividendos de manera constante.

El resultado de la valuación por el método DCF arroja un resultado de U\$S 251 la acción, de acuerdo al escenario base. Por su parte, la valuación por múltiplos (EV/EBITDA y EV/Sales) arrojó un rango de precios entre U\$S 268 y U\$S 353.

De acuerdo al análisis realizado, arribamos a la conclusión de que la compañía se destaca entre sus competidores a través de indicadores de crecimiento y eficiencia operativa. Entendemos que la compañía cuenta con ventajas competitivas a raíz de su modelo de negocios y constituye uno de los operadores más eficientes de su industria. En este sentido, a pesar de que el método DCF arroja un resultado más bajo al de cotización, entendemos que el valor de la acción cotizaba a un valor razonable.

## 2 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### 2.1 La empresa

Costco Wholesale Corporation (Costco o la compañía) es una compañía de venta minorista que inició sus operaciones en 1983 abriendo su primera tienda en Seattle, Washington. Originalmente, se dedicaba al negocio netamente mayorista (business to business) bajo la marca “Price Club”, hasta que decidieron volcarse al negocio minorista (business to consumer).

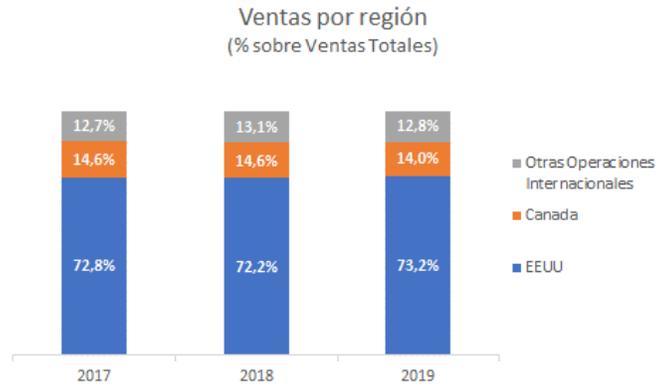
La compañía opera tiendas de membresía principalmente en los Estados Unidos y tiene presencia en Canadá, México, Reino Unido, Japón, Corea, Taiwán, Australia, España, Islandia, Francia y China. Al cierre del ejercicio fiscal al 1 de septiembre de 2019 contaban con 785 tiendas totales en operaciones con una superficie total de 113,9 millones de pies cuadrados. También cuenta con tiendas online en los Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, México, Corea del Sur y Taiwán.

**Tabla 1 – Número de tiendas en el mundo**

País	Nº de Tiendas	% del Total
EE.UU.	546	69,6%
Canadá	100	12,7%
México	39	5,0%
Reino Unido	29	3,7%
Japón	26	3,3%
Corea	16	2,0%
Taiwán	13	1,7%
Australia	11	1,4%
España	2	0,3%
Islandia	1	0,1%
Francia	1	0,1%
China	1	0,1%
<b>Total</b>	<b>785</b>	<b>100,0%</b>

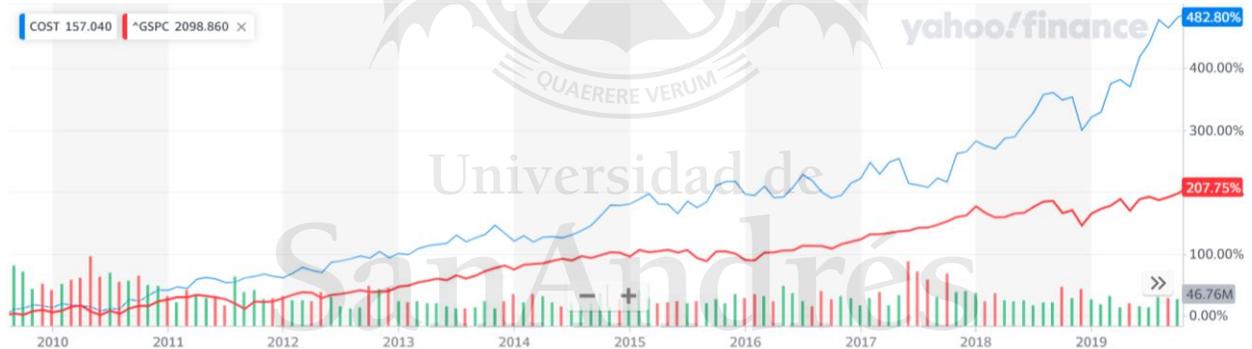
A principio de los años '90, la compañía inició su expansión por fuera del territorio estadounidense, abriendo su primera tienda en México en el año 1992 y continuó sus aperturas internacionales de manera ininterrumpida hasta alcanzar 239 tiendas fuera de Estados Unidos en la actualidad. A pesar de que Costco cuenta con operaciones a nivel global, los ingresos provienen principalmente de Estados Unidos, representando el 73% de los ingresos en los últimos años, seguido por Canadá con el 14% de las ventas totales. En 2019 Costco inauguró su primer tienda en China (en el Oeste de Shanghai) con 139.000 nuevas suscripciones de membresías en el primer día.

## Gráfico 1 – Ventas por región



Las acciones ordinarias de Costco cotizan en el *NASDAQ Global Select Market* bajo el símbolo "COST". A la fecha de la valuación el precio de la acción cotizaba U\$S 292,83. Si se observa el rendimiento de las acciones, el mismo duplicó su precio en los últimos 5 años. A la vez, puede apreciarse en el siguiente gráfico que en el mismo período ha superado el índice S&P 500 (^GSPC).

## Gráfico 2 – Evolución de la acción COST vs. S&P 500



La capitalización bursátil de Costco a la fecha de valuación se ubicaba en U\$S 128,7 mil millones. De las acciones circulantes de la compañía el 71,54% se encuentra en poder de inversores instituciones y fondos de inversión de pensión. A su vez, el 0,23% de las acciones se encuentran en poder de personal vinculado a la compañía. A continuación, se exponen los principales tenedores de las acciones de Costco.

**Tabla 2 – Principales accionistas institucionales**

**Principales tenedores de acciones**

Instituciones	# acciones	%
Vanguard Group, Inc.	39.202.406	8,88%
Blackrock Inc.	27.997.552	6,34%
State Street Corporation	18.351.393	4,16%
FMR, LLC	11.525.780	2,61%
Banl of America Corporation	7.558.821	1,71%

Fondos	# acciones	%
Vanguard Total Stock Market Index Fund	12.896.557	2,92%
Vanguard 500 Index Fund	9.094.792	2,06%
SPDR S&P 500 ETF Trust	4.885.024	1,11%
Growth Fund Of America Inc.	4.749.009	1,08%

Fuente: Yahoo Finance

La compañía comercializa una amplia gama de productos, tales como alimentos y bebidas, artículos de limpieza, electrodomésticos, productos electrónicos, artículos de salud y belleza, productos de jardín y patio, productos frescos (carnicería, panadería y delicatessen), productos agrícolas, indumentaria, joyería, libros y artículos de librería, muebles, entre otros. Opera estaciones de servicio, farmacias, ópticas, patios de comida y centros de audífonos. Además, ofrece servicios de entrega comercial, viajes y otros servicios *online* en varios países. Asimismo, ofrece productos de marca propia (“Kirkland Signature”).

Emplea a unas 258 mil personas alrededor del mundo en sus puntos de venta, los cuales se caracterizan por contar con mejores salarios promedio que el sector. Presentan un elevado grado de eficiencia en términos de ventas por empleado y ventas por superficie en relación a sus competidores.

## 2.2 Modelo de negocio

Costco es pionera en la industria en la comercialización de sus productos a través del modelo de tiendas de membresías, implementado por primera vez en 1976. La compañía ofrece productos muy atractivos para el público a precios muy bajos en sus tiendas Costco, a las cuales el cliente accede acreditando su membresía. Si bien abarca múltiples rubros, el surtido ofrecido es bastante más acotado que el de sus competidores, enfocados en productos específicos que puedan ser del agrado del cliente a muy buenos precios.

La estrategia de ventas de la compañía consiste en generar una experiencia de compras del estilo “búsqueda del tesoro” que consiste en que el cliente debe ir a la tienda y buscar las ofertas puntuales. Costco ofrece constantemente productos específicos de alto valor para el cliente (en términos de calidad

del producto y precio ofrecido), los cuales no se encuentran en todas las tiendas, sino que las ofertas son específicas de cada tienda. A su vez, las promociones que se encuentran en los puntos de venta no se encuentran en las tiendas *online*. La intención de la empresa es que los miembros realicen las compras en sus tiendas y pasen el mayor tiempo posible, para lo cual utiliza varias estrategias complementarias. Costco ofrece alimentos frescos hechos en el momento (productos de rotisería y panadería) y van avisando con una campana cada vez que sale una nueva tanda de productos, lo que lleva al cliente a esperar al siguiente aviso para conseguir productos recién elaborados. Otro método utilizado por la compañía es colocar los mismos productos en distintas ubicaciones, de modo tal que el comprador debe recorrer la tienda para encontrar el producto buscado. En definitiva, el modelo de Costco es principalmente presencial y ha logrado un alto grado de fidelización entre sus clientes, lo que lo distingue en una industria donde muchos operadores tratan de subsistir ante las ventas por canales digitales.

La rentabilidad operativa de la compañía es generada, principalmente, a través del cobro de *fees* de membresías. Las membresías consisten en una suscripción anual que permite comprar en las tiendas de Costco. El abono básico anual cuesta actualmente U\$S 60 en las tiendas de EE.UU. y Canadá y varía en los otros países. Además de la membresía individual también cuentan con membresías corporativas que apunta a empresas y pequeños comercios como clientes finales.

El *layout* de las tiendas de Costco requieren bajos costos de mantenimiento dado que sus productos son exhibidos en un formato del tipo mayorista, lo cual requiere menos mano de obra en relación a los típicos supermercados en los que deben poner mucho empeño en hacer que las góndolas sean atractivas. Asimismo, la compañía cuenta con bajos gastos de publicidad y marketing, dado que la estrategia de comercialización está basada en proveer productos de calidad a muy bajos costos para el cliente.

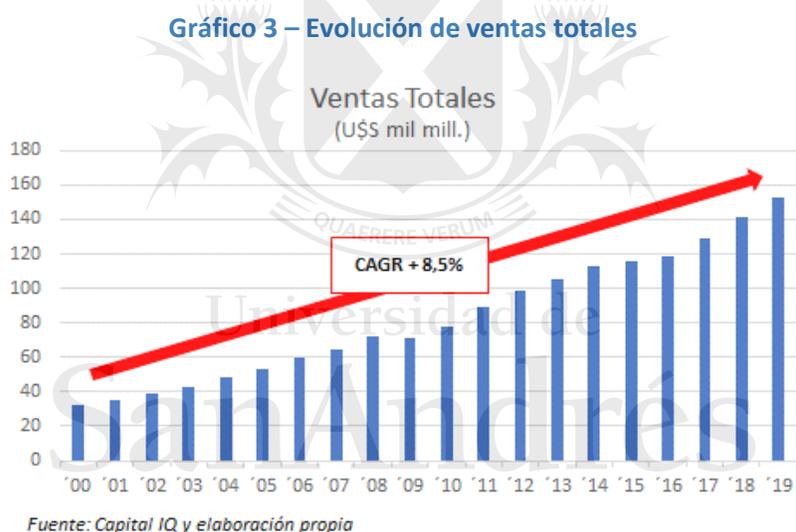
De este modo, la empresa opera con una estructura de costos bastante acotada en relación a sus competidores. Los gastos generales representan aproximadamente el 10% de las ventas netas, siendo que en la industria este concepto se encuentra por encima del 20% de las ventas (considerando Walmart, Kroger y Target). De esta manera, la compañía puede compensar parcialmente el efecto de operar con márgenes brutos bajos (también en términos relativos).

El margen EBIT de la compañía se encuentra dentro del promedio de la industria (3,3% vs. 3,9% de la industria). A pesar de que Costco pierde varios puntos de rentabilidad al comercializar sus productos a precios muy bajos, el menor costo de estructura y, principalmente, la rentabilidad generada por los *fees*

de membresías (solamente tienen costos de emisión y procesamiento) le permiten a la compañía operar con un margen operativo acorde a la industria.

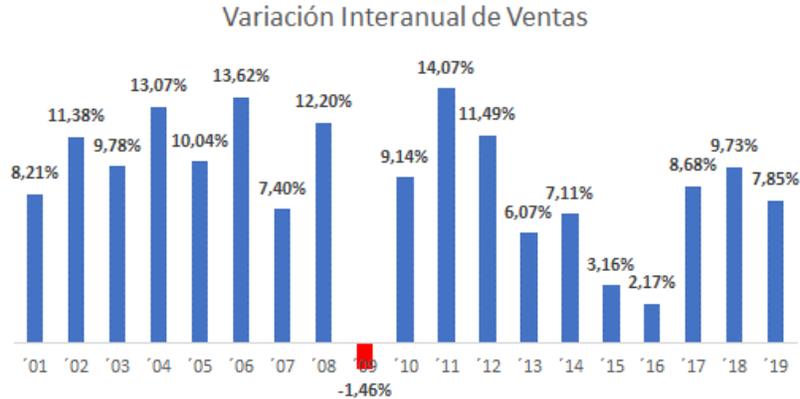
Cabe destacar que el número de miembros de Costco muestra, año tras año, un elevado ratio de renovación (cerca del 90%) y crece a medida que se abren nuevos puntos de venta. Asimismo, la compañía tiene la posibilidad de incrementar el costo de la membresía, como lo ha hecho en varias oportunidades a lo largo de sus años de operaciones. Como se mencionó anteriormente, los ingresos por membresías explican, en gran medida, el resultado operativo EBIT de la compañía (67% promedio).

El modelo de negocios de Costco ha mostrado ser muy exitoso a través de su constante crecimiento, lo cual queda reflejado en la evolución de sus acciones en el mercado. El sostenido crecimiento y la capacidad de generar rentabilidad explican en gran medida los retornos históricos de la acción que, en los últimos 5 años duplicó su valor de mercado.



Considerando las ventas totales históricas de los últimos 20 ejercicios anuales, la compañía muestra un crecimiento sostenido partiendo de U\$S 32,16 mil millones de ingresos totales (incluyendo membresías) en el año 2000 hasta alcanzar U\$S 152,7 mil millones en 2019. En el único período de contracción se registró entre los años 2008 y 2009, con una variación de -1,46%, y se relaciona con la severa crisis económica provocada por el colapso de las hipotecas *subprime* en el mercado de los Estados Unidos.

**Gráfico 4 – Evolución de las variaciones interanuales de las ventas**

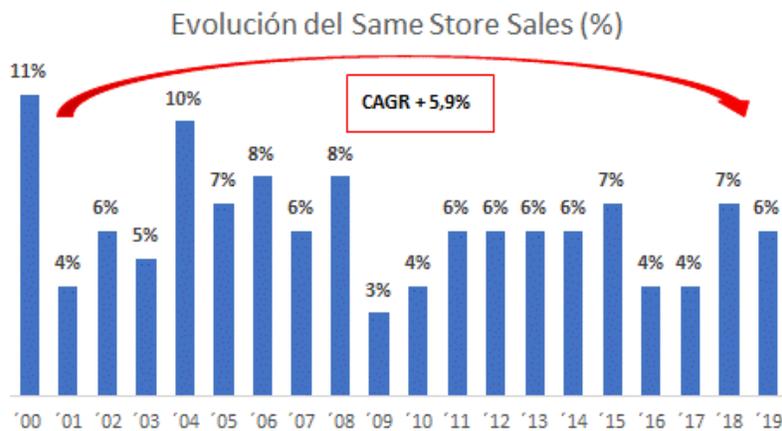


Fuente: Capital IQ y elaboración propia

La tasa compuesta de crecimiento promedio anual (CAGR por sus siglas en inglés) del período mencionado es de 8,5%, lo que denota un elevado ritmo de crecimiento, a pesar de ser un negocio maduro y estable. En una compañía de venta minorista el crecimiento resulta una variable sumamente importante, por lo cual entender los factores de crecimiento de la compañía será clave para estimar su valor. Una compañía que solamente crece por nuevos puntos de venta o adquisiciones no tiene un crecimiento genuino, no será capaz de mejorar la rentabilidad, por lo cual el valor percibido para accionista deberá ser menor al tratarse de un operador más ineficiente.

Como puede observarse en la tabla a continuación, la compañía muestra una sólida capacidad para crecer de manera orgánica, mostrando una tasa compuesta de crecimiento anual (CAGR, por sus siglas en inglés) de 5,9% durante los últimos 20 años fiscales.

**Gráfico 5 – Evolución de ventas Same Store Sales (%)**



Fuente: Capital IQ y elaboración propia

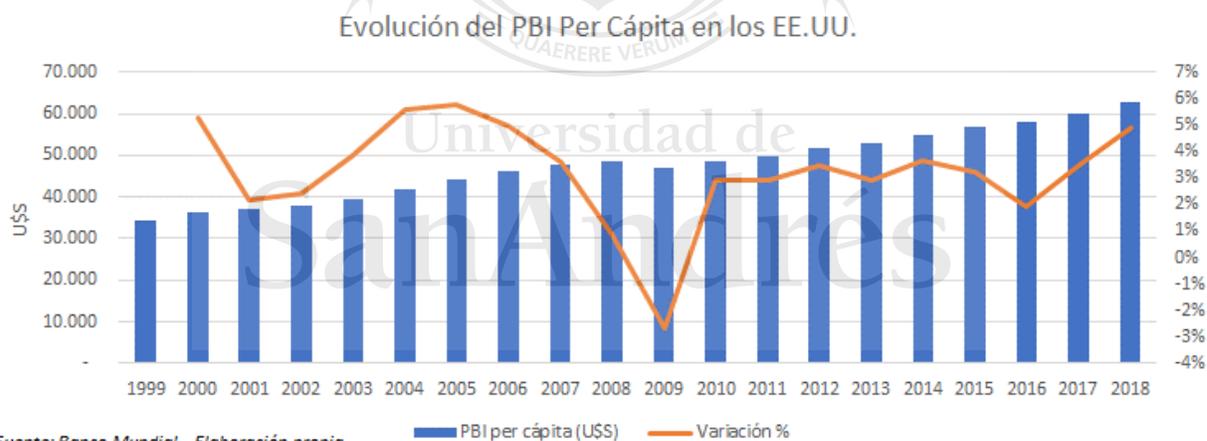
De esta manera, podemos afirmar que el crecimiento de Costco no se trata solamente de un crecimiento nominal y por apertura de nuevos puntos de venta, sino que está explicado principalmente por su crecimiento en las ventas en las mismas tiendas.

### 3 ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

#### 3.1 Entorno económico

Para analizar la industria de las ventas minoristas (retail) resulta importante mencionar el contexto macroeconómico en el que opera. La evolución del PBI (producto bruto interno) no sólo indica si la economía de un país se encuentra en expansión o contracción, sino que también sugiere acerca del nivel de consumo de la población, dado que representa aproximadamente el 70% del PBI de los EE.UU. De esta manera, si el PBI evoluciona positivamente, podemos esperar un fortalecimiento en el consumo.

**Gráfico 6 – Evolución del PBI Per Cápita de EE.UU.**



El nivel de empleo resulta determinante a la hora de analizar la industria de la venta minorista. Cuanto menor sea la tasa de desempleo, mayor va a ser el poder de compra del consumidor, lo cual afecta positivamente al sector. No obstante, el sector en el que opera Costco consiste principalmente en la comercialización de bienes básicos, los cuales son poco sensibles a cambios en el ingreso.

**Gráfico 6 – Evolución de la tasa de desempleo en EE.UU.**

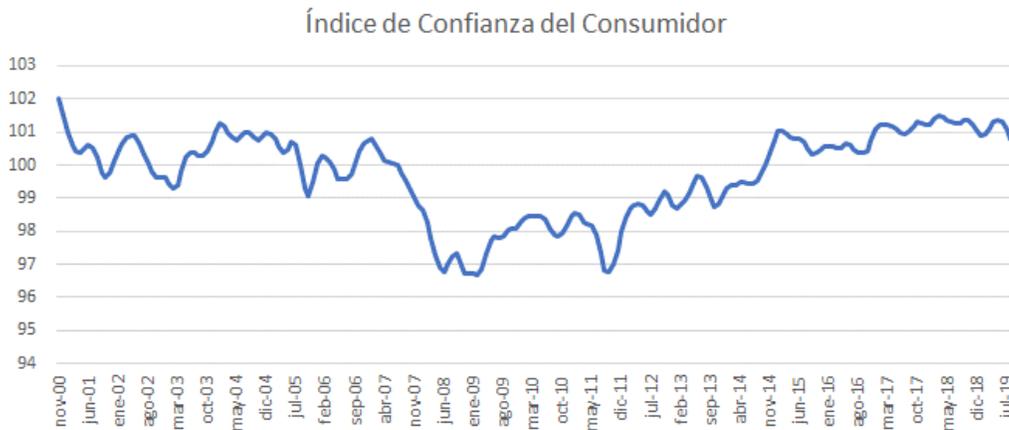


Fuente: Bureau of Labor Statistics - Elaboración propia

Si bien el nivel de empleo no es suficiente para explicar la evolución de las ventas de bienes básicos, se puede observar en el gráfico anterior que en los Estados Unidos se produjo un salto en el nivel de desempleo entre 2008 y 2009, producto de la crisis económica que inició como una crisis financiera. La brusca caída en el nivel de empleo coincide con el único período en que Costco presentó una variación negativa en sus ventas totales en los últimos 20 años.

Otro indicador a considerar al analizar la industria de ventas minoristas es el Índice de Confianza del Consumidor que provee información acerca del optimismo que tiene el consumidor con respecto al porvenir de la economía en general. Es de esperarse que una mayor confianza del consumir resulta en mayores niveles de consumo y, por ende, mayor crecimiento en las ventas minoristas. Como puede observarse en el siguiente gráfico, el índice se ha mantenido relativamente estable en los últimos años.

**Gráfico 7 – Evolución del Índice de Confianza del Consumidor en EE.UU.**



Fuente: OECD Data - Elaboración propia

## 3.2 La Industria

La industria de ventas minoristas (retail) es un sector sumamente competitivo y heterogéneo en el cual opera una infinidad de participantes de distintos tamaños y formatos de comercialización. La elevada oferta de productos y competidores explica los bajos márgenes que presenta la industria.

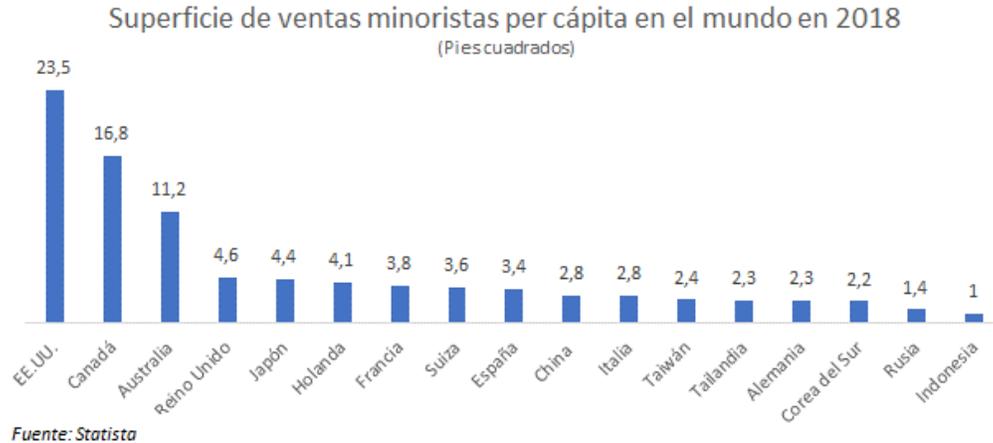
Los grandes centros comerciales en los EE.UU. han sido históricamente un símbolo del estilo de vida norteamericano. Entre las décadas de los '80 y los '90 el sector manifestó una fuerte expansión, incluso a nivel global. Price Club (luego fusionada con Costco) abrió su primera tienda en México en el año 1992 y continuó expandiéndose hasta la fecha, con 239 puntos de venta por fuera de EE.UU.

A lo largo de su historia, la industria ha evolucionado y se ha ido adaptando a las necesidades y preferencias del consumidor. En los últimos años, la industria de la venta minorista se encuentra en un proceso de transformación en el cual los cierres superan a las aperturas, y el tráfico tanto en tiendas como en centros comerciales es decreciente. Si bien numerosas compañías de venta minorista han cerrado sus tiendas y muchas otras están en camino al cierre, el fenómeno que atraviesa la industria no se trata de un ciclo contractivo ni el agotamiento del *retail* sino que se trata de un masivo cambio hábitos de compra y cambios en los canales de comercialización.

En contraposición a las tiendas tradicionales, Amazon y otros operadores de comercio electrónico han tomado cada vez mayor participación en el mercado. Dado que las ventas minoristas totales del mercado estadounidense han mostrado una tendencia creciente a pesar del ritmo de cierre de tiendas, podemos afirmar que el comercio electrónico ha reemplazado a los canales tradicionales en el comercio minorista y continúa haciéndolo.

Otra prueba de que el sector tradicional se encuentra en crisis y que las tiendas tradicionales van a tender al cierre es el exceso de superficie destinado a ventas minoristas en el mercado estadounidense que, junto al mercado canadiense, son los que cuenta con la mayor superficie desarrollada para el *retail*. Si bien la cantidad de pies cuadrados por habitante ha descendido significativamente desde 48,3 Sq. Ft. per cápita en 2009, los 23,5 Sq. Ft. per cápita en 2018 resultaba muy elevado en relación otros países del mundo. En el gráfico a continuación se puede observar el comparativo de superficie destinada a *retail* por habitante de EE.UU. en relación a algunos países.

## Gráfico 8 – Superficie de ventas minoristas por habitante en determinados países



Costco en particular comenzó a operar con la modalidad de tiendas *online* a partir del año 2013. Si bien la compañía ha ampliado este servicio desde entonces, aún resulta poco significativo en volumen de ventas, representando menos del 4% de las ventas totales a Sep'19. Consideramos que *e-commerce* continuará expandiéndose en los próximos años, no obstante, por el modelo de negocios de la compañía desarrollado en el capítulo previo, entendemos que el cambio estructural mencionado tiene poco impacto en Costco. El bajo impacto de dicha transformación en el modelo de negocios de la compañía puede observarse en las tasas de crecimiento que muestra en los últimos años.

### 3.3 Análisis competitivo

A continuación, se expondrá el análisis competitivo de acuerdo al Modelo de las Cinco Fuerzas de Porter:

- Barreras de Entrada

Consideramos que la amenaza de entrada de nuevos competidores es baja. Si bien el mercado es sumamente amplio y fragmentado, los altos niveles de inversión requeridos y el elevado nivel de competencia limitan el ingreso de nuevos competidores. La falta del conocimiento y relacionamiento de largo plazo con los proveedores también resta competitividad a los potenciales operadores. Además, Costco es muy dominante en el mercado en términos de precio/ producto ofrecido.

- Proveedores

El poder de negociación de los proveedores es bastante bajo. Generalmente, el poder de negociación se encuentra del lado de las grandes comercializadoras debido a los grandes volúmenes que manejan. Los

grandes operadores de venta minorista suelen apalancarse con sus proveedores, es decir, extienden los plazos de pago y financiar los inventarios. En el caso de Costco el poder de negociación es elevado por parte de la compañía, aunque suele ofrecerle mejores condiciones de pago a sus proveedores a cambio de mejores precios.

- Clientes

El poder de negociación de los clientes es considerado moderado. El cliente de Costco es afiliado de las membresías, por lo que se encontraría de alguna manera cautivo. No obstante, el cliente elige pagar la membresía porque considera que la compañía ofrece buenos productos a bajos precios. Por lo tanto, a pesar de que Costco tiene una base estable de clientes, debe continuar ofreciendo el mismo mix de precio/calidad para mantenerlo como cliente a largo plazo.

- Sustitutos

La amenaza de productos sustitutos resulta baja. La compañía ofrece una amplia gama de productos y servicios con preponderancia de productos de primera necesidad, los cuales no tienen sustituto. Podríamos considerar la compra online como un sustituto a la compra en tiendas, pero es un canal de ventas que la compañía está ofreciendo y, por otro lado, el cambio estructural de la industria no lo estaría afectando.

- Competencia en la industria

El nivel de competencia en la industria es elevado. Dado que la mayoría de los productos ofrecidos son iguales, el sector compite para captar clientes a través de los precios, promociones, descuentos, oferta de producto específico (exclusividad en el lanzamiento de algún producto particular). Costco compite en la industria contra grandes operadores como Walmart, Target y Kroger, todos ellos con una importante cuota de mercado y grandes volúmenes de operaciones.

### 3.4 Conclusión del Análisis de la Industria

El negocio de Costco muestra ser poco sensible a las variaciones en la economía. Al contar con una elevada concentración en productos básicos, las contracciones económicas en general no impactan en sus niveles de venta, incluso las puede mejorar debido a sus precios bajos. En crisis de gran escala como la que aconteció en 2008, la compañía mostró apenas una leve contracción en su nivel de ventas.

En términos de competitividad, entendemos que la compañía opera con un modelo de negocios muy robusto y cuenta con ventajas competitivas que le permiten ser uno de los operadores más dominantes del mercado. Costco ha mantenido su tasa de crecimiento a lo largo de los años, a pesar de la crisis que está sufriendo el sector a raíz de la irrupción del negocio digital, y ha mantenido o mejorado sus indicadores bajo este contexto. Si bien las barreras de entrada no son bajas en la industria, consideramos que en el caso particular de la compañía resulta sumamente difícil poder competirle. Incluso Walmart con sus recursos y escala no puede alcanzar a Costco en muchas de las métricas de crecimiento y eficiencia.

## 4 ANÁLISIS FINANCIERO

Con el fin de evaluar tendencias y el desempeño de la compañía, se realizó el análisis financiero considerando los valores de los últimos 5 años fiscales auditados. En el cuadro a continuación se exponen las principales cifras de los Estados Financieros de Costco.

**Tabla 3 – Principales cifras de los Estados Financieros (2015-2019)**

Estados Financieros					
Año Fiscal al 1 de Septiembre					
(U\$S MM)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	113.666	116.073	126.172	138.434	149.351
Membresías	2.533	2.646	2.853	3.142	3.352
Costo de Mercaderías Vendidas	(101.065)	(102.901)	(111.882)	(123.152)	(132.886)
Margen Bruto	12.601	13.172	14.290	15.282	16.465
Gastos Generales	(11.510)	(12.146)	(13.032)	(13.944)	(15.080)
Otros ingresos e intereses	104	80	62	121	178
EBIT	3.728	3.752	4.173	4.601	4.915
Intereses de la Deuda	(124)	(133)	(134)	(159)	(150)
Ganancias antes de Impuestos	3.604	3.619	4.039	4.442	4.765
Impuesto a las Ganancias	(1.195)	(1.243)	(1.325)	(1.263)	(1.061)
Rdo. atribuible a intereses minoritarios	(32)	(26)	(35)	(45)	(45)
Ganancia Neta	2.377	2.350	2.679	3.134	3.659
<b>Balance</b>					
Caja y Equivalentes	6.419	4.729	5.779	7.259	9.444
Capital de Trabajo	(8.637)	(7.639)	(9.646)	(11.358)	(12.260)
Propiedades y Equipos	15.401	17.043	18.161	19.681	20.890
Total Activos	33.017	33.163	36.347	40.830	45.400
Deuda Financiera	6.135	5.161	6.659	6.577	6.823
Total Pasivos	22.174	20.831	25.268	27.727	29.816
Patrimonio Neto	10.843	12.332	11.079	13.103	15.584

Los ingresos por venta de mercaderías de Costco alcanzaron U\$S 149.351 millones en 2019 (desde U\$S 113.666 millones en 2015), mientras que los ingresos generados por las membresías fueron de U\$S 3.352 millones (desde U\$S 2.533 millones en 2015).

El margen bruto pasó de U\$S 12.601 millones a U\$S 16.465 millones entre 2015 y 2019, mostrando un margen estable en el orden de 11,2% promedio, excluyendo los ingresos por membresías. La compañía mantiene a lo largo del tiempo una política de bajos márgenes en la reventa de sus productos en línea con su modelo de negocios que busca ofrecer productos a precios muy bajos, de manera tal de atraer y mantener clientes a través de su sistema de membresías.

Por su parte, el resultado operativo EBIT fue de U\$S 4.915 millones en 2019 (desde U\$S 3.728 millones en 2015). El margen EBIT se mantuvo prácticamente sin variaciones en torno al 3,3% de las ventas durante el período en consideración. Cabe destacar que el EBIT de la compañía es explicado en gran parte por los ingresos generados por las membresías, los cuales en promedio representaron el 68,7% de este resultado.

El resultado neto a 2019 se ubicó en U\$S 3.659 millones, desde U\$S 2.377 millones en 2015, y mantuvo un margen neto estable en el orden del 2,2%. La mejora que muestra en los años considerados tienen que ver principalmente con la menor incidencia del impuesto a las ganancias.

En cuanto a los saldos de balance, se destaca que la compañía mantiene elevados niveles de caja. A 2019, contaba con un nivel de caja y equivalentes de U\$S 9.444 millones, propiedades y equipos por U\$S 20.890 millones, y un total de activos de U\$S 45.400 millones. Por el lado de los pasivos, los mismos totalizaron U\$S 29.816 millones con un nivel de deuda financiera de U\$S 6.823 millones (principalmente de largo plazo). Por último, el patrimonio neto de la compañía era de U\$S 15.584 millones, lo que representaba el 34,3% de los activos totales.

En el cuadro a continuación se muestra el resumen de los estados financieros porcentualizados y se puede apreciar que Costco mantiene sus valores relativos muy estables a lo largo del tiempo. Los mismos se mantuvieron en porcentajes similares en los últimos 5 ejercicios y se puede observar que la mejora en la rentabilidad final de +0,4% obedece principalmente a la menor carga impositiva.

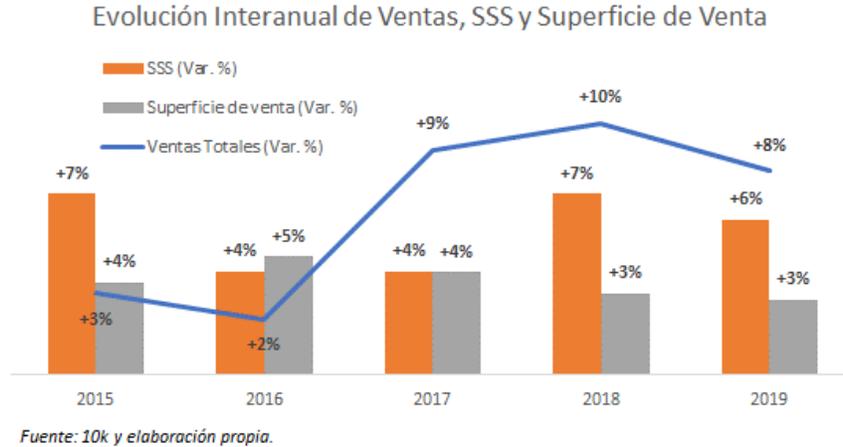
Tabla 4 – Estados financieros porcentualizados (2015-2019)

Estados Financieros Porcentualizados					
Año Fiscal al 1 de Septiembre					
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Membresías	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
<b>Margen Bruto</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>
Gastos Generales y de apertura	-10,1%	-10,5%	-10,3%	-10,1%	-10,1%
Otros ingresos e intereses	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
<b>EBIT</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>
Intereses de la Deuda	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
<b>Ganancias antes de Impuestos</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>
Impuesto a las Ganancias	1,1%	1,1%	1,1%	0,9%	0,7%
<b>Ganancia Neta</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Balance</b>					
Caja y Equivalentes	19,4%	14,3%	15,9%	17,8%	20,8%
Capital de Trabajo	26,2%	23,0%	26,5%	27,8%	27,0%
Propiedades y Equipos	46,6%	51,4%	50,0%	48,2%	46,0%
<b>Total Activos</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deuda Financiera	18,6%	15,6%	18,3%	16,1%	15,0%
<b>Total Pasivos</b>	<b>67,2%</b>	<b>62,8%</b>	<b>69,5%</b>	<b>67,9%</b>	<b>65,7%</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>32,8%</b>	<b>37,2%</b>	<b>30,5%</b>	<b>32,1%</b>	<b>34,3%</b>

#### 4.1 Análisis de resultados y márgenes

Los ingresos totales (ventas netas y membresías) de Costco pasaron de U\$S 116.199 millones en 2015 a U\$S 152.703 millones en 2019, registrando una tasa compuesta de crecimiento promedio anual (CAGR) de 7,1%, lo que indica un fuerte ritmo de crecimiento. Esta tendencia es producto de la evolución positiva de los ingresos provenientes de los mismos puntos de venta (Same Store Sales) y la apertura de nuevos puntos de ventas.

**Gráfico 9 – Evolución de ventas vs. SSS y superficie de venta (Var. %)**



El principal driver de la rentabilidad de la compañía está dado por el crecimiento de las ventas, más precisamente, a través del crecimiento orgánico con las ventas en las mismas tiendas y el crecimiento inorgánico con la apertura de nuevas tiendas.

**Gráfico 10 – Evolución de cantidad de tiendas**



La compañía considera como Ventas en las Mismas Tiendas a aquellos ingresos provenientes de puntos de ventas con un mínimo de 1 año de operaciones, incluyendo remodelaciones, reubicaciones, expansiones, así como también las ventas de las tiendas online que operan hace más de un año. Asimismo, los valores expuestos excluyen el efecto de los tipos de cambio y variaciones en el precio de los combustibles.

De esta manera, las ventas en las mismas tiendas muestran una evolución positiva en todos los años del período considerado, promediando un crecimiento anual de 6%. Por su parte, la apertura de nuevas

tiendas (netas de cierres por re-locaciones) promedió un ritmo de 23,8 nuevos puntos de venta por ejercicio.

**Tabla 5 – Indicadores de crecimiento (2015-2019)**

Indicadores de crecimiento						
	2015	2016	2017	2018	2019	TENDENCIA
▲ Ventas en mismas tiendas	+7%	+4%	+4%	+7%	+6%	<b>ALZA</b>
▲ Ingresos promedio por tienda	-2%	-2%	+5%	+7%	+5%	<b>ALZA</b>
▲ Ventas por Sq. Ft.	-3%	-2%	+5%	+6%	+5%	<b>ALZA</b>

Si se observan los ingresos promedio por tienda, en los años 2015 y 2016 las variaciones fueron levemente negativas. Teniendo en cuenta que las ventas en las mismas tiendas evolucionaron positivamente, esto es atribuible a la baja performance de los nuevos locales, o, dicho de otra manera, las ventas en los nuevos locales tardaron más tiempo en madurar.

Con respecto a la estructura de costos, los mismos están compuestos principalmente por el costo de las mercaderías vendidas, representando un promedio de 88,8% de las ventas netas en los últimos 5 ejercicios fiscales. Por el lado de los gastos generales (incluyendo gastos de apertura), promediaron 10,3% de las ventas netas.

De esta manera, el margen bruto se ubicó en un promedio de 11,2%, pasando de U\$S 12.601 millones en 2015 a U\$S 16.465 millones en 2019. Este margen se mantuvo estable a lo largo del período, con mínimos de 11,0% (2018 y 2019) y máximos de 11,3% (2016 y 2017). El margen bruto con el que opera Costco es particularmente bajo si se lo compara con sus comparables de la industria, lo que resulta un reflejo de los precios significativamente bajos que ofrece la compañía a sus afiliados.

Un concepto sumamente importante de los resultados, dado el modelo de negocios de la compañía, es el ingreso por membresías. Se trata de un cargo anual que Costco les cobra a sus afiliados que cuesta U\$S 60 el abono básico en EE.UU. y Canadá, con la opción de pasarse a un abono privilegiado (“Executive membership”) por U\$S 60 adicionales. A 2019 la cantidad de afiliados ascendía a 53,9 millones con un ratio de renovación de 91% en EE.UU. y Canadá y 88% en el resto de sus operaciones globales. Los ingresos por membresías son generados por la renovación de los afiliados existentes y por los nuevos afiliados producto de la apertura de nuevos puntos de venta. Cabe destacar que en el ejercicio 2017 Costco

aumentó el costo del abono anual de U\$S 55 a U\$S 60 y la suba de categoría de U\$S 110 a U\$S 120. El aumento en los ingresos por membresías de +7,8% en 2017 tiene que ver en parte con este incremento.

**Tabla 6 – Ingresos por membresías y cantidad de afiliados (2015-2019)**

Evolución de Ingresos por Membresías y Afiliados						
	2015	2016	2017	2018	2019	TENDENCIA
Fees por Membresías (U\$S MM)	2.533	2.646	2.853	3.142	3.352	
▲ Fees por Membresías	+4,3%	+4,5%	+7,8%	+10,1%	+6,7%	<b>ALZA</b>
Total afiliados (MM)	44,6	47,6	49,4	51,6	53,9	
▲ Afiliados	+6,2%	+6,7%	+3,8%	+4,5%	+4,5%	<b>ALZA</b>

En cuanto a la rentabilidad operativa, utilizaremos como referencia el EBIT (Resultado antes de intereses e impuestos por sus siglas en inglés). El mismo se ubicó en U\$S 4.915 millones al cierre del ejercicio 2019, partiendo de U\$S 3.598 millones en 2015. Si bien muestra una variación dispar, -0,1%, +16%, +10,3% y +6,8% respectivamente entre los años 2015 y 2019, la tasa de crecimiento CAGR del período fue de 8,1%, incluso mayor que la evolución de las ventas. Esta tendencia se debe, principalmente, a que los gastos generales crecieron a un menor ritmo que las ventas y los costos de mercadería vendida (o el resultado bruto).

**Gráfico 11 – Evolución del EBIT**  
Evolución del EBIT y Margen EBIT



Como se mencionó previamente, los ingresos por membresías cumplen un rol fundamental en los resultados de Costco. En términos de su relación a las ventas netas, los ingresos por membresías se mantuvieron en el orden del 2,3%, casi sin variaciones, a lo largo del período 2015-2019. Si bien no pareciera un valor significativo, resulta crucial en el resultado operativo, teniendo en cuenta que la

compañía opera con un margen bruto del orden del 11% y el margen EBIT se ubicó en 3,3% promedio. En términos de EBIT, en los últimos 5 ejercicios los ingresos por membresías explicaban el 68,7% (promedio) del mismo. La importancia de las membresías radica en que aportan un ingreso operativo casi fijo, dada su elevada tasa de renovación de afiliaciones, a costos depreciables.

**Tabla 7 – Ingresos por membresías en relación a las Ventas y EBIT (2015-2019)**

Ingresos por Membresías como % de Ventas y EBIT						
	2015	2016	2017	2018	2019	PROMEDIO
Membresías/Ventas Netas	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	<b>2,3%</b>
Membresías/EBIT (%)	67,9%	70,5%	68,4%	68,3%	68,2%	<b>68,7%</b>

#### 4.2 Ratios de rentabilidad

Para complementar el análisis de rentabilidad incorporamos los ratios: ROE (por sus siglas en inglés retorno sobre el patrimonio), ROA (por sus siglas en inglés retorno sobre los activos) y ROIC (por sus siglas en inglés retorno sobre el capital invertido).

ROE mide la eficiencia del management para generar rentabilidad con fondos propios (capital inicial, aportes de capital y ganancias retenidas en la compañía). El ratio resulta del cociente entre la ganancia neta de la compañía y el promedio entre el patrimonio neto del período actual y el del período anterior).

El ratio ROA indica qué tan eficiente es la compañía en el uso de todos sus recursos financieros para generar rentabilidad. Su cálculo surge de la división entre la ganancia neta y el promedio (entre el período actual y el anterior) del total de activos.

ROIC, por su parte, muestra el retorno operativo de la compañía a partir del total de capital invertido, sin discriminar si provienen de fondeo propio o ajeno. Resulta del cociente entre el NOPAT (resultado operativo después de impuestos, por sus siglas en inglés) y el promedio de los últimos dos ejercicios de la sumatoria de la deuda financiera y el patrimonio neto. Es un indicador que si se lo compara con su tasa WACC (costo promedio ponderado de capital, por sus siglas en inglés), que se trata de su costo de capital, revela la eficiencia en la utilización del capital invertido.

**Tabla 8 – Ratios de rentabilidad (2015-2019)**

Ratios de Rentabilidad						
	2015	2016	2017	2018	2019	TENDENCIA
ROE (Ganancia Neta / P. Neto Promedio)	20,4%	20,3%	22,9%	25,9%	25,5%	<b>ALZA</b>
ROA (EBIT / Total Activos Promedio)	11,3%	11,3%	12,0%	11,9%	11,4%	<b>ESTABLE</b>
ROIC (NOPAT / Capital Invertido)	14,4%	14,3%	15,9%	17,6%	18,2%	<b>ALZA</b>
Margen Bruto	11,1%	11,3%	11,3%	11,0%	11,0%	<b>ESTABLE</b>
Margen EBIT	3,3%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	<b>ESTABLE</b>

Puede observarse en el cuadro de arriba que los ratios mencionados y los márgenes de rentabilidad operativos (margen bruto y margen EBIT) o han mejorado o se han mantenido estables en el tiempo. Dado el modelo de negocios y el sector en el que opera Costco, difícilmente pueda observarse grandes mejoras en sus márgenes operativos. A pesar de que estos son relativamente bajos, incluso comparados con los de la industria, la compañía incrementó, a través de los años, la rentabilidad para sus accionistas. A través del modelo Dupont se podrá entender con mayor detalle cómo está compuesto el ratio ROE, pero antes trataremos sobre algunos indicadores de la actividad, incluyendo uno de los conceptos que se utilizará este análisis.

#### 4.3 Ratios de la actividad

El análisis sobre los ratios de la actividad permite entender de qué manera la compañía utiliza sus activos para generar ingresos y caja. Si los activos son administrados de manera eficiente disminuye la necesidad de financiamiento y mejora la generación de caja. Los ratios de actividad son muy útiles si se lo compara con empresas comparables, de manera tal que nos revela cómo se encuentra con respecto a otras compañías de la misma industria. Asimismo, también es útil si se analiza su evolución a lo largo del tiempo para detectar si se presentan cambios e interpretarlos.

El ratio de rotación de activos mide la eficiencia con que una compañía administra sus activos para conseguir sus ventas o, en otras palabras, nos indica la cuántas ventas genera por cada dólar de activo. Resulta de dividir las ventas netas por los activos promedio de los últimos dos ejercicios.

La rotación de inventarios indica cuántas veces es vendido el promedio de inventario durante un ejercicio fiscal. El ratio se calcula dividiendo el costo de mercadería vendida (CMV) por el promedio de los inventarios de los últimos dos ejercicios fiscales. Un valor alto sugiere que la compañía puede rotar sus inventarios con facilidad, teniendo en cuenta que el ratio tiene mayor sentido si se lo compara contra sus comparables de la industria.

Por su parte, el ciclo de conversión de caja es un indicador que indica el tiempo (medido en días) que le lleva a la compañía convertir sus recursos invertidos en el proceso productivo y de ventas en caja. Esta métrica considera el tiempo que requiere la empresa para vender sus inventarios, para cobrar sus créditos por ventas y para pagarle a sus proveedores. La fórmula del ciclo de conversión de caja resulta de sumar los días de inventario y de pago y restar los días de pago. En general, una tendencia decreciente o estable de este indicador es considerada una señal positiva.

**Tabla 9 – Ratios de la actividad (2015-2019)**

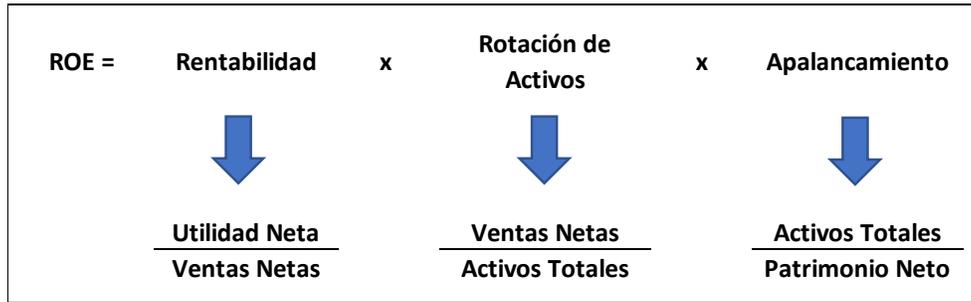
Ratios de Actividad						
	2015	2016	2017	2018	2019	TENDENCIA
Ventas / Activos Promedio (x veces)	3,44x	3,51x	3,63x	3,59x	3,46x	ESTABLE
CMV / Inventarios Promedio (x veces)	11,64x	11,51x	11,90x	11,80x	11,85x	ALZA
Días cobranza (días)	4	4	4	4	4	ESTABLE
Días inventario (días)	31	32	31	31	31	ESTABLE
Días de pago (días)	32	29	28	31	31	ESTABLE
Ciclo de conversión de caja (días)	4	6	6	4	3	ESTABLE

Puede observarse en la tabla de arriba que los ratios mencionados mostraron una evolución estable o con leves mejoras durante los últimos 5 ejercicios fiscales, por lo que en términos de eficiencia de gestión no hubieron cambios significativos. Particularmente la rotación de inventarios mostró una leve mejora pasando de 11,64x en 2015 a 11,85x en 2019, lo cual es muy positivo en la industria de ventas minoristas. Cabe destacar acerca de este último indicador es que Costco muestra valores más elevados que sus pares comparables. Target opera con un ratio de rotación de inventarios de entre 5 y 6 veces, mientras que Walmart maneja valores por debajo de 9 veces.

#### 4.4 Análisis DUPONT

El análisis Dupont o modelo Dupont permite interrelacionar y entender cómo se compone el ROE o la rentabilidad para el accionista. El mismo descompone el ratio ROE en 3 indicadores: la rentabilidad, el uso eficiente de los activos y el apalancamiento financiero. La fórmula se expresa de la siguiente manera:

### Ilustración 1 – Fórmula del modelo Dupont



El primero de los componentes expresa la rentabilidad a través del ratio de margen neto, mientras que la rotación de activos está dado por el cociente entre las ventas netas y los activos totales (como se vio en el apartado anterior) y, por último, el apalancamiento o multiplicador del equity medido como activos totales con respecto al patrimonio neto.

De esta manera, el ROE de Costco a Sep'19 (25,5%) puede expresarse de la siguiente manera: 2,4% (margen neto) multiplicado por 3,5x (rotación de activos), a su vez, multiplicado por 3,0 (apalancamiento).

En línea con lo enunciado previamente, los indicadores reportan mayor información si se los compara con sus pares de la industria. En este sentido, en la tabla a continuación se expone el análisis Dupont de Costco y sus comparables (tomando los valores del último ejercicio fiscal disponible).

**Tabla 10 – Análisis Dupont vs. comparables**

	ROE	=	Margen Neto	x	Rotación de Activos	x	Apalancamiento
<b>COSTCO</b>	<b>25,5%</b>		2,4%		3,5		3,0
<b>WALMART</b>	<b>19,9%</b>		2,8%		2,2		3,2
<b>TARGET</b>	<b>27,7%</b>		4,2%		1,8		3,6
<b>KROGER</b>	<b>19,3%</b>		1,4%		2,7		5,3

Puede observarse que Target y Costco son las que mayor rentabilidad generan para sus accionistas, con 27,7% y 25,5%, respectivamente. No obstante, alcanzan la rentabilidad de distinta manera: Costco, con un margen neto más bajo, muestra la mayor eficiencia en la utilización de sus activos; por su parte, Target, con la rotación de activos más baja del grupo, opera con un margen neto mucho más elevado. Asimismo, Walmart y Kroger reportan un ROE similar, sin embargo, Kroger opera con la mitad del margen neto de Walmart y, a su vez, con el apalancamiento más elevado del grupo.

## 4.5 Ratios crediticios

Los ratios crediticios permiten evaluar la capacidad de una compañía para hacer frente a sus compromisos financieros, a través de indicadores de liquidez, solvencia y estructura de capital.

La compañía muestra un sólido perfil crediticio con leves mejoras a lo largo del tiempo. El nivel de apalancamiento es relativamente bajo y con tendencia a la baja. Por su parte, la cobertura de intereses con el resultado EBIT es más que holgada, mostrando una tendencia a la mejora. El ratio corriente se mantuvo muy estable a lo largo del tiempo en torno a 1x. Mientras que la cobertura de la deuda corriente con la caja y equivalentes también se muestra muy holgada, mostrando valores alrededor de 5 veces. Cabe aclarar que se excluyó del análisis los ratios de caja y equivalentes con respecto a la deuda de corto plazo de los ejercicios 2017 y 2018, dado que prácticamente no presentaban deuda financiera exigible en el corto plazo.

Tabla 11 – Ratios crediticios

Ratios Crediticios						
	2015	2016	2017	2018	2019	TENDENCIA
Deuda Fin. / EBIT	1,65x	1,38x	1,60x	1,43x	1,39x	<b>BAJA</b>
Deuda Total / Equity	2,05x	1,69x	2,28x	2,12x	1,91x	<b>BAJA</b>
EBIT / Intereses	30,06x	28,21x	31,14x	28,94x	32,77x	<b>ALZA</b>
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	1,01x	0,98x	0,99x	1,02x	1,01x	<b>ESTABLE</b>
Caja y equivalentes / Deuda Fin. CP	5,00x	4,30x	67,20x	80,66x	5,56x	<b>ALZA</b>

## 4.6 Comparación con la industria

Como se mencionó anteriormente, si bien los ratios e indicadores permiten analizar y comprender la situación de la compañía respecto de aspectos como la rentabilidad, eficiencias en la gestión de recursos, capacidad de repago, entre otros, estos toman mayor relevancia y aportan mayor información si se los compara con compañías con actividades similares que operan en el mismo mercado.

Para llevar a cabo el análisis comparativo con respecto a la industria, definimos como pares comparables de Costco a las empresas Walmart, Target y Kroger, también utilizadas para el análisis Dupont. Todas ellas tienen al mercado de los EE.UU. como su mercado principal.

Tabla 12 – Ratios vs. comparables

	COSTCO	WALMART	TARGET	KROGER	PROMEDIO
<b>Ratios de rentabilidad</b>					
ROE	23,5%	18,2%	27,7%	19,4%	<b>21,8%</b>
ROA	10,8%	9,5%	10,9%	5,7%	<b>8,7%</b>
ROIC	17,1%	13,0%	15,6%	9,0%	<b>12,5%</b>
Margen Bruto	11,0%	24,7%	29,8%	22,1%	<b>25,5%</b>
Margen EBIT	3,3%	4,3%	6,0%	2,1%	<b>4,1%</b>
Margen Neto	2,4%	2,8%	4,2%	1,4%	<b>2,8%</b>
<b>Ratios de actividad</b>					
Rotación de activos	3,29x	2,22x	1,83x	2,70x	<b>2,25x</b>
Rotación de inventarios	11,85x	8,88x	6,10x	13,45x	<b>9,48x</b>
<b>Ratios crediticios</b>					
Deuda Fin. / EBIT	1,39x	2,20x	2,46x	5,13x	<b>3,27x</b>
Deuda Total / Equity	1,91x	1,90x	2,62x	4,28x	<b>2,93x</b>
EBIT / Intereses	32,77x	8,67x	9,78x	4,29x	<b>7,58x</b>
Activos Corr. / Pasivos Corr.	1,01x	0,79x	0,89x	0,76x	<b>0,82x</b>
Caja y eq. / Deuda Fin. CP	5,56x	1,59x	16,01x	0,21x	<b>5,94x</b>

Como puede observarse en el cuadro de arriba, Costco lidera el grupo junto a Target en los ratios ROE, ROA y ROIC, mientras que en los márgenes se encuentra por debajo del promedio. En cuanto a indicadores de actividad, la compañía es la más eficiente en la rotación de activos y la segunda más eficiente en rotación de inventarios junto a Kroger. A nivel crediticio, por su parte, Costco muestra un sólido perfil crediticio incluso dentro del grupo de comparables, encabezando casi todos los indicadores presentados junto a Target.

Tabla 13 – Crecimiento y ratios específicos de la industria vs. comparables

	COSTCO	WALMART	TARGET	KROGER	PROMEDIO
<b>Crecimiento CAGR (5 años)</b>					
Ventas	7,1%	2,3%	1,5%	2,7%	<b>2,2%</b>
EBIT	7,2%	-1,8%	0,5%	-7,8%	<b>-3,0%</b>
Ganancia Neta	11,4%	0,3%	5,90%	-5,0%	<b>0,4%</b>
<b>Ratios específicos de la industria</b>					
Crecimiento SSS (%)	6,0%	2,7%	3,4%	2,0%	<b>2,7%</b>
Ventas por Sq. Ft. (U\$S)	1.311	464	325	679	<b>489</b>
Ventas por empleado (U\$S)	587.996	238.165	212.261	281.117	<b>243.848</b>

En términos de crecimiento, se consideró para el análisis la evolución CAGR (tasa anual de crecimiento compuesto, por sus siglas en inglés) de los últimos 5 ejercicios fiscales de las compañías mencionadas. En este caso, Costco lidera claramente el grupo, con tasas de crecimiento CAGR de 7,1%, 7,2% y 11,4% para

las ventas, EBIT y ganancia neta, respectivamente, mostrando una evolución muy por encima del promedio.

En cuanto a los ratios específicos de la industria, la compañía también se posiciona por encima de sus pares comparables. Como ya se mencionó, Costco presentó un crecimiento sus ventas en las mismas tiendas de +6%, por encima del promedio de 2,7% del grupo de comparables. Asimismo, las ventas por pie cuadrado y ventas por empleado son significativamente superiores en relación a sus competidores.

#### 4.7 Flujo de caja

A continuación, se expone la evolución del flujo de caja de la compañía a lo largo de los últimos 5 ejercicios fiscales. El análisis del flujo de caja entender cómo es la generación de caja de la compañía y es útil para complementar el análisis sobre el estado de resultados y situación patrimonial.

En período considerado, la compañía pasó de un nivel de caja de U\$S 4.801 millones en 2015 a U\$S 8.384 millones en 2019. El flujo de caja generado por operaciones muestra cierta volatilidad en el tiempo, dado que puede variar varios factores como la velocidad en que se realizan los inventarios, condiciones que se le paga a los proveedores, monto abonado a los proveedores a fin de obtener descuentos, pago de impuesto a las ganancias, entre otros.

Por su parte, el flujo de caja por inversiones muestra cierta estabilidad a lo largo del tiempo y es explicada por el Capex (gastos en capital por sus siglas en inglés), principalmente, y también incluye el neto de las inversiones realizadas a corto plazo (en activos financieros líquidos).

En cuanto al flujo de caja por financiamiento, el mismo se muestra variable a lo largo de los períodos, pasando de un egreso de -U\$S 2.324 millones en 2015 a -U\$S 1.147 millones en 2019. Las variables que afectan a este concepto son la toma y la cancelación de préstamos financieros, así como la política de distribución de dividendos y recompra de acciones.

Tabla 14 – Flujo de caja (2015-2019)

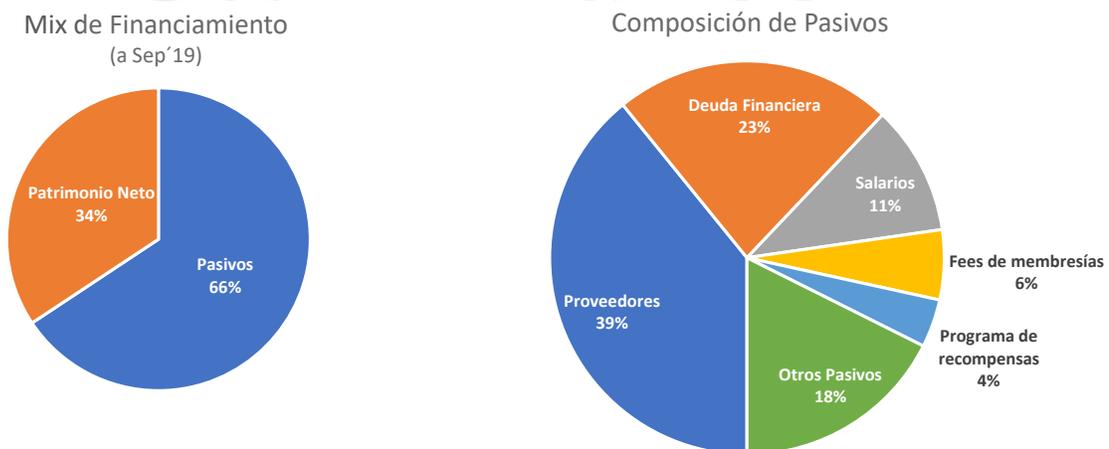
Año Fiscal al 1 de Septiembre					
Flujo de Caja (U\$S MM)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Caja al Inicio</b>	<b>5.738</b>	<b>4.801</b>	<b>3.379</b>	<b>4.546</b>	<b>6.055</b>
Caja Neto por Operaciones	4.285	3.292	6.726	5.774	6.356
Caja Aplicada a Inversiones	(2.480)	(2.345)	(2.366)	(2.947)	(2.865)
<b>Caja Producida por el Negocio</b>	<b>1.805</b>	<b>947</b>	<b>4.360</b>	<b>2.827</b>	<b>3.491</b>
<b>Caja por Financiamiento</b>	<b>(2.324)</b>	<b>(2.419)</b>	<b>(3.218)</b>	<b>(1.281)</b>	<b>(1.147)</b>
Efecto de Tipo de Cambio	(418)	50	25	(37)	(15)
Incremento / Disminución de Caja	(937)	(1.422)	1.167	1.509	2.329
<b>Caja al Final</b>	<b>4.801</b>	<b>3.379</b>	<b>4.546</b>	<b>6.055</b>	<b>8.384</b>

#### 4.8 Estructura de capital y endeudamiento

Analizar la estructura de capital nos va a permitir comprender el mix de financiamiento con el que opera la compañía. La forma en que se financia una empresa, muchas veces, forma parte de su modelo de negocios, además de que nos puede indicar cómo se encuentra posicionada la compañía para afrontar un ciclo expansivo o un ciclo recesivo.

A Sep'19, el 66% del fondeo de la compañía era proveniente de terceros y el 34% era capital propio. La principal fuente de financiamiento es la deuda con proveedores, la cual representa el 39% de los pasivos, seguido por la deuda financiera en un 23% y salarios a pagar en un 11%.

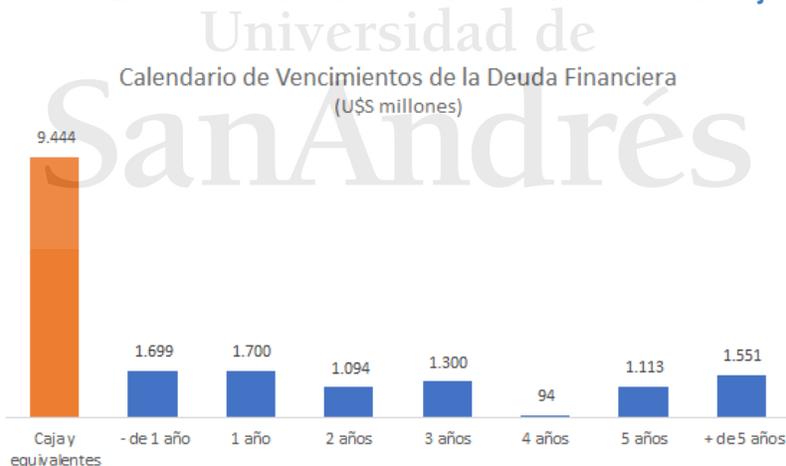
Gráfico 12 – Mix de financiamiento y composición de pasivos



El nivel de endeudamiento de la compañía es relativamente bajo. Como se expuso anteriormente, con respecto a los comparables de la industria seleccionados es el que presenta el ratio más bajo de Deuda Financiera/EBIT (1,39x a Sep'19) y, junto a Target presentan una relación de Deuda/Equity en el orden de 1,9x a Sep'19, siendo los ratios de endeudamiento más bajos del grupo. El bajo nivel de apalancamiento financiero de la compañía es positivo desde el punto de vista de riesgos, dado que frente a las crisis estaría mejor posicionada. No obstante, un mayor nivel de apalancamiento permitiría alcanzar una mayor rentabilidad.

La deuda financiera de Costco a Sep'19 asciende a U\$S 6.823 millones, los cuales consisten en bonos emitidos por la compañía, principalmente a largo plazo. Si bien la compañía posee líneas de crédito de corto plazo vigentes por U\$S 865 millones, no tienen la intención de hacer uso de las mismas, presentando un saldo nulo en 2019 en cuanto a deuda bancaria. En el cuadro continuación, puede observarse que los vencimientos se encuentran repartidos en los próximos años y la deuda exigible en el corto plazo representa el 20% de la deuda total. Si se tiene en cuenta el elevado nivel de caja e inversiones corrientes que mantiene la compañía, con la misma podría hacer frente a la deuda exigible en el corto plazo en más de 5 veces. La elevada liquidez que mantiene Costco le otorga flexibilidad, ya sea para expandir el negocio, invertir en mejoras en sus procesos o repartir utilidades entre sus accionistas.

**Gráfico 13 – Perfil de vencimientos de deuda financiera vs. caja**



#### 4.9 Conclusión del Análisis Financiero

La compañía presenta un crecimiento sostenido en sus ingresos explicado principalmente por el crecimiento orgánico que reportó una tasa CAGR (tasa compuesta de crecimiento anual) de 5,6% en los últimos 5 años (5,9% en los últimos 20 años), significativamente por encima de sus competidores.

Costco opera con un margen bruto significativamente inferior a sus pares de la industria, lo que a su vez le permite ofrecer precios de venta muy bajos. La rentabilidad operativa proviene, en gran medida, de sus ingresos por membresías. Estos, además de aportar margen por los bajos costos de emisión y administración, proveen un nivel de ingresos operativos estable debido al alto nivel de renovación de suscripciones e incorporación de nuevos miembros con la apertura de nuevas tiendas. Dado que el nivel de endeudamiento financiero es bajo y los intereses de la deuda son poco representativos en el Estado de Resultados, los ingresos por membresía terminan teniendo un alto impacto en las ganancias netas.

Otro factor que le permite a Costco tener un bajo margen bruto tiene que ver su modelo de negocios. La empresa vende productos en grandes bultos y tiene un layout del tipo comercio mayorista que le demanda bajos costos de mantenimiento. A su vez, es muy bajo el requerimiento de gastos en imagen, publicidad y marketing.

Como se pudo apreciar en el análisis de ratios, la empresa muestra ser muy eficiente en la gestión de sus activos, mostrando elevados valores de rotación de activos y de inventarios en relación a sus comparables de la industria, lo cual le permite reportar una rentabilidad para el accionista por encima del promedio de sus pares, a pesar de contar con márgenes relativamente bajos. Asimismo, también presenta ratios de ROA y ROIC por encima del grupo de comparables.

En términos de eficiencia operacional, cabe destacar que la compañía presenta indicadores de ventas por superficie de venta y ventas por empleado muy por encima de sus competidores, lo cual complementa lo ya mencionado.

Con respecto al flujo de fondos, la compañía parte de resultados estables y la necesidad de capital de trabajo está dada por el descalce entre el tiempo de realización de stocks y las condiciones en que le pagan a los proveedores, dado que la cobranza es casi inmediata (promedio 4 días). La compañía muestra capacidad para financiar su capex con caja proveniente de su actividad y distribuye utilidades de manera regular.

El nivel de apalancamientos es relativamente bajo y muestra un sólido perfil crediticio con excedentes de caja en todos los períodos. El calendario de vencimientos de deuda se extiende en el largo plazo e implica un muy bajo riesgo de refinanciación.

En conclusión, podemos afirmar que Costco es un operador de los más eficientes que, a pesar de ser una empresa madura y establecida en el mercado, aún presenta un fuerte crecimiento orgánico.

## 5 Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF)

Realizado el análisis financiero de la compañía a través de sus Estados Contables e indicadores disponibles, en esta sección se procederá con la valuación del paquete accionario de Costco Wholesale Corporation. La fecha de valuación es el 1 de septiembre de 2019, día de cierre del último balance anual disponible.

El método elegido es la valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF, por sus siglas en inglés), entendiéndose que es la metodología que mejor incorpora las características específicas de una compañía y el sector en el que opera, y que permite identificar sus principales indicadores de valor. Asimismo, es el modelo más adecuado para empresas establecidas y con una cuota de mercado estable como Costco, dado que sus flujos de caja son más previsibles.

La metodología de valuación por DCF consiste en determinar el valor de un activo, un proyecto o una inversión, en este caso el valor de la firma, basado en los flujos futuros que estiman alcanzar. Siendo el valor de un activo igual a la sumatoria de los flujos de caja proyectados traídos a valor presente por medio de una tasa de descuento. De esta manera, el valor de una compañía estimado por el método DCF quedaría expresado de la siguiente manera:

**Ilustración 2 – Fórmula del modelo DCF**

$$VPN_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FF_t}{(1+r)^t} + VT_N$$

Con:

$$VT_N = \frac{FF_N \times (1+g)}{(r-g)}$$

Donde:

$VPN$  = Valor Presente Neto de los Flujos de Fondo

$FF_t$  = Flujos de Fondo en el momento "t"

$r$  = Tasa de Descuento

$VT_N$  = Valor Terminal en el momento "N"

$g$  = Tasa de Crecimiento esperado a Perpetuidad

$FF_N$  = Flujo de Fondos en el momento "N"

Existen distintos métodos de valuación y se pueden clasificar en dos categorías: aquellas que buscan determinar el valor intrínseco de una compañía basándose en fundamentos del negocio, entre las cuales se encuentran el enfoque en activos y el enfoque en ingresos; y aquellas que buscan hallar el valor de una empresa en términos relativos con respecto a compañías similares. Este último método, el de valuación por múltiplos comparables, será tratado en el próximo capítulo.

La estimación del valor de una compañía bajo el modelo DCF puede realizarse de maneras, ambas igualmente válidas. Una de ellas es proyectar los Flujos de Fondos de la Firma y traerlos a valor presente mediante la tasa WACC (Promedio Ponderado del Costo del Capital, por sus siglas en inglés). La otra manera consiste en estimar los Flujos de Fondos de los Accionistas y descontarlo a la tasa  $K_e$  (Costo del Equity/Capital Propio).

Para llevar a cabo el ejercicio de valuación bajo el método elegido será necesario determinar las siguientes variables: los flujos de fondos, la tasa de descuento y el valor terminal. En los apartados subsiguientes se desarrollarán estos conceptos.

## 5.1 Flujo de fondos

En el presente ejercicio de valuación se optó por utilizar la metodología de estimación de los Flujos de Fondo para la Firma y tasa WACC como tasa de descuento. De esta manera, se determinará el valor de la firma o EV (Enterprise Value, por sus siglas en inglés), a la cual se le deberá adicionar la caja y sustraer la deuda.

### Ilustración 3 – Fórmula del “Enterprise Value”

$$EV = D + C + E$$

El Flujo de Fondos de la Firma es la caja disponible para pagarle a los acreedores, así como también, para una potencial distribución de utilidades entre los accionistas. Surge de aplicarle al resultado operativo EBIT los impuestos, adicionarle los ajustes por las depreciaciones y amortizaciones (no implican movimientos de caja), restarle las necesidades de capital de trabajo y las inversiones de capital (Capex). La fórmula del Flujo de Fondos de la Firma es la siguiente:

### Ilustración 4 – Fórmula del flujo de fondos de la Firma

EBIT
- Impuestos
+ Depreciaciones y amortizaciones
- ▲ Capital de Trabajo
- Inversiones de Capital (Capex)
<b>Flujo de Fondos de la Firma</b>

Para el ejercicio de valuación se llevó a cabo la proyección de flujos de caja de 5 años, es decir, desde el ejercicio fiscal a septiembre de 2020 hasta el ejercicio a septiembre de 2024. Luego de este período, se procede a calcular el Valor Terminal de la compañía que se detallará en un apartado más adelante.

Resulta necesario para estimar los flujos de fondo determinar el crecimiento que tendrá la compañía a través de proyecciones de ventas y ganancias. En este sentido, se presenta a continuación los principales supuestos y premisas utilizadas (Escenario Base) para las proyecciones de los resultados del período mencionado.

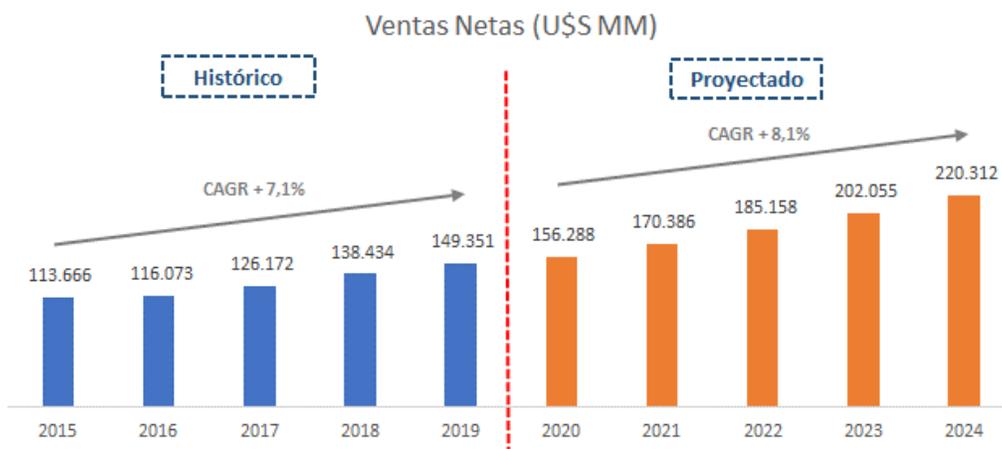
### **Escenario Base**

Para proyectar las ventas netas se consideró el plan de aperturas de tiendas del *management* de la compañía, el cual prevé 20 aperturas para el ejercicio 2020, neto de aperturas y reubicaciones. Por el lado de la cantidad de tiendas, se consideró un ritmo de aperturas de 24 tiendas nuevas por año, basado en el promedio aperturas de los últimos 5 años.

En cuanto a las ventas promedio por tienda, se partió de las ventas promedio del último ejercicio y se estimó un crecimiento en función a la evolución histórica del *Same Store Sales*, es decir, un crecimiento estimado de 6% anual.

Dado que la empresa no reporta las cantidades de tiendas consideradas para el indicador *Same Store Sales* y solamente publica las variaciones porcentuales interanuales, a los efectos de modelar el crecimiento de la compañía se utilizó el número de tiendas al inicio del ejercicio previo como aproximación para la proyección. De esta manera, se distinguen las ventas proyectadas para las tiendas establecidas y las ventas producidas en las nuevas tiendas.

**Gráfico 14 – Ventas (en tiendas) históricas vs. Ventas (en tiendas) proyectadas**



En cuanto a los ingresos por membresías, se proyectó un ritmo de crecimiento de la cantidad de miembros acorde al promedio de los últimos años, es decir, una variación de 5,1% anual. Mientras que el precio promedio por la suscripción anual se proyectó con un crecimiento igual al de la evolución de precios en los Estados Unidos.

**Tabla 15 – Premisas de proyección de ingresos (Escenario Base)**

Proyección	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024
Inflación de Estados Unidos	%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Variación ventas en tiendas establecidas	%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Tiendas al inicio	#	782	802	826	850	874
Tiendas nuevas	#	20	24	24	24	24
Tiendas al final	#	802	826	850	874	898
Ventas promedio en tiendas	U\$S MM	202	215	227	241	256
Afiliados (membresías)	#	56,7	59,6	62,6	65,8	69,2
Variación # Afiliados	%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Precio promedio suscripción anual	U\$S	63,4	64,7	66,0	67,3	68,7

Los costos de mercaderías vendidas están compuestos por los costos de adquisición de todo el surtido de bienes que comercializa la empresa y todos sus costos directos relacionados. Dado que son costos típicamente variables y que la compañía comercializa sus productos con márgenes brutos que se han mantenido estables en el tiempo, para la proyección se estimó el costo de mercadería vendida en base a su proporción histórica sobre las ventas netas (88,8% promedio de los últimos 5 ejercicios).

Los gastos generales de la compañía están integrados por salarios, gastos administrativos y de comercialización, beneficios para empleados, entre otros costos operativos que se incurren para respaldar

las operaciones tanto de las tiendas como las tiendas virtuales. Al tratarse de costos básicamente fijos, los mismos no deberían proyectarse en función al crecimiento de las ventas netas. Para estimar los gastos generales se consideró una tendencia levemente decreciente en relación a las ventas, reflejando, por un lado, el crecimiento en bocas de comercialización y, por otro lado, el efecto de apalancamiento operativo. Puede observarse que a medida que las ventas netas crecen, los gastos generales muestran una leve tendencia a disminuir en términos relativos, lo cual refleja el efecto del apalancamiento operativo.

De esta manera, en nuestro escenario base, el resultado operativo EBIT arroja un valor de U\$S 5.102 millones para el ejercicio 2020 hasta alcanzar U\$S 7.647 millones para el año 2024. La tasa de crecimiento CAGR para las ventas netas proyectadas es de 8,1% durante el período considerado (vs. 7,1% histórico). En tanto, la tasa de crecimiento CAGR para el EBIT proyectado es de 9,2%, por encima de la tasa de los últimos 5 años (7,2%), lo cual se explica por el crecimiento y el efecto de apalancamiento operativo como se mencionó en el párrafo previo.

**Tabla 16 – Proyección de resultados (Escenario Base)**

Proyección	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
<b>Ventas Netas</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>156.288</b>	<b>170.386</b>	<b>185.158</b>	<b>202.055</b>	<b>220.312</b>	<b>8,1%</b>
Ventas en Tiendas Establecidas	U\$S MM	154.263	167.811	182.429	199.161	217.245	
Ventas en Tiendas Nuevas	U\$S MM	2.024	2.575	2.730	2.893	3.067	
Membresías	U\$S MM	3.594	3.854	4.132	4.431	4.751	<b>7,2%</b>
Costo de Mercaderías Vendidas	U\$S MM	(138.839)	(151.363)	(164.486)	(179.496)	(195.715)	
<i>CMV / Ventas Netas</i>	%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	
Resultado Bruto	U\$S MM	17.449	19.023	20.672	22.559	24.597	<b>8,4%</b>
<i>Margen Bruto</i>	%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
Gastos Generales	U\$S MM	(15.941)	(17.209)	(18.516)	(20.003)	(21.701)	
<i>Gastos Generales / Ventas Netas</i>	%	-10,2%	-10,1%	-10,0%	-9,9%	-9,9%	
Otros ingresos	U\$S MM						
<b>EBIT</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>5.102</b>	<b>5.668</b>	<b>6.289</b>	<b>6.986</b>	<b>7.647</b>	<b>9,2%</b>
<i>EBIT / Ventas Netas</i>	%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	

A efectos de comparar y validar las proyecciones realizadas, a continuación, se expone las proyecciones de los analistas del mercado, pudiendo observarse que las estimaciones realizadas se encuentran dentro de los rangos que estima el mercado.

**Tabla 17 – Proyecciones de los analistas del mercado**

Proyecciones de los Analistas del Mercado - COST							
Ejercicio Fiscal		2020		2021		2022	
		(U\$S MM)	# Estimaciones	(U\$S MM)	# Estimaciones	(U\$S MM)	# Estimaciones
Media	Ventas Totales	163.157	26	173.157	26	185.847	15
	EBIT	5.138	23	5.614	23	6.105	16
Mediana	Ventas Totales	164.651	26	177.345	26	189.979	15
	EBIT	5.336	23	6.155	23	7.406	16
Alto	Ventas Totales	160.987	26	165.591	26	177.882	15
	EBIT	4.874	23	5.086	23	5.745	16
Bajo	Ventas Totales	163.413	26	174.218	26	187.398	15
	EBIT	5.143	23	5.615	23	6.046	16

Fuente: <https://investor.costco.com/stock-information/earnings-estimates>

Para la estimación de las Necesidades de Capital de Trabajo (Capital de Trabajo del año en cuestión – Capital de Trabajo del año previo) se tuvo en cuenta la evolución de las proporciones de los Activos Corrientes sobre las Ventas Netas y las proporciones de los Pasivos Corrientes en relación a los Costos de Mercaderías Vendidas. El promedio de los últimos 5 ejercicios indica que los Activos Corrientes representaron el 14,4% de las Ventas Netas, mientras que los Pasivos Corrientes representaban el 16,2% de los Costos de Mercaderías Vendidas. De esta manera, las necesidades para cada año surgen de la diferencia entre los stocks de Capital de Trabajo actual con respecto al valor del año anterior.

Con respecto a las Inversiones de Capital (Capex), para el ejercicio 2020 se incorporó el plan de inversiones del management de la compañía que prevé la apertura de 20 tiendas nuevas (neto de reubicaciones) y estima erogar un monto de U\$S 3.000 millones en concepto de aperturas y mantenimiento. Para los años subsiguientes, se tomó un costo de U\$S 150 millones por tienda, se le aplicó la inflación esperada y se lo multiplicó por la cantidad de tiendas a estrenar en cada ejercicio.

Por último, las Depreciaciones y Amortizaciones se proyectaron en función al promedio histórico de su proporción en relación al Capex, mientras que para la Tasa Impositiva se consideró la tasa actual vigente del Impuesto a las Ganancias de los Estados Unidos (21%).

**Tabla 18 – Proyecciones del flujo de caja de la Firma (Escenario Base)**

Proyección	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024
<b>EBIT</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>5.102</b>	<b>5.668</b>	<b>6.289</b>	<b>6.986</b>	<b>7.647</b>
<i>EBIT / Ventas Netas</i>	%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%
Impuesto a las Ganancias	U\$S MM	(1.071)	(1.190)	(1.321)	(1.467)	(1.606)
<i>Tasa impositiva IIGG</i>	%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
<b>EBIT * (1 - Impuestos)</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>4.030</b>	<b>4.478</b>	<b>4.968</b>	<b>5.519</b>	<b>6.041</b>
Depreciaciones	U\$S MM	1.484	1.817	1.853	1.890	1.928
<i>Depreciaciones / Capex</i>	%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
▲ Capital de Trabajo	U\$S MM	187	(6)	(6)	(7)	(7)
Capex	U\$S MM	(3.000)	(3.672)	(3.745)	(3.820)	(3.897)
<i>Capex / Ventas Netas</i>	%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
<b>FCF de la Firma</b>		<b>2.702</b>	<b>2.617</b>	<b>3.070</b>	<b>3.582</b>	<b>4.065</b>

## 5.2 Tasa de descuento

Para la presente valuación de Costco, como ya se mencionó, se eligió la estimación de Flujos de Fondos de Firma, por lo cual se deberá aplicar la tasa de descuento WACC. Dado que este flujo de fondos representa la totalidad del flujo disponible de la empresa y, por lo tanto, exigible por los acreedores y los accionistas, la tasa de descuento debe reflejar tanto el costo de la deuda, así como también el costo del capital propio.

La tasa WACC, como indican sus siglas en inglés, es el promedio ponderado del costo del capital, de manera tal que nos indica el retorno esperado por cada dólar por el cual fue financiado la compañía. El costo del capital propio está representado por la tasa de rentabilidad esperada por sus accionistas ( $K_e$ ), mientras que el costo de la deuda se expresa en la tasa  $K_d$ , a la cual se le aplica el beneficio fiscal generado por los intereses. De esta manera, la fórmula de la tasa WACC se expresa de la siguiente manera:

### Ilustración 5 – Fórmula de la tasa WACC

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times \frac{D}{E + D} \times (1 - t)$$

Donde:

$K_e$  = Costo del Capital Propio

$E$  = Valor de Mercado del Capital Propio

$K_d$  = Costo de la Deuda Financiera (antes de impuestos)

$D$  = Valor de Mercado de la Deuda Financiera

$t$  = Tasa de Impuesto a las Ganancias

### 5.2.1 Costo del capital propio

Para el cálculo del Costo de Capital Propio se utilizará el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model, por sus siglas en inglés). Si bien existen otros modelos como APT (Arbitrage Pricing Theory, por sus siglas en inglés) o el modelo de Tres Factores de Fama-Frech, estos son menos utilizados en la práctica.

La tasa de retorno para el accionista está compuesta por la sumatoria de la tasa de libre de riesgo al cual puede acceder y un retorno extra para compensar el riesgo a asumir. En el modelo CAPM la tasa libre de riesgo representa un retorno certero sin posibilidad de default, mientras que el retorno adicional por el riesgo está dado por el producto entre el beta y el retorno esperado del mercado en el que opera la compañía.

#### Ilustración 6 – Fórmula de la tasa $K_e$

$$K_e = R_f + \beta \times MRP$$

En donde:

$K_e$  = Costo del Capital Propio

$R_f$  = Tasa Libre de Riesgo (“Risk Free Rate”)

$\beta$  = Beta de la compañía

$MRP$  = Prima de Riesgo del Mercado (“Market Risk Premium”)

#### 5.2.1.1 Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo es el retorno esperado por un inversor para una inversión totalmente libre de riesgo. En la teoría, es la tasa mínima de retorno que aceptaría un inversor para cualquier inversión, dado que no aceptaría ningún riesgo adicional a menos que el retorno fuese mayor a la tasa libre de riesgo. Según Damodaran, la tasa libre de riesgo debe ser un retorno sin riesgo de incumplimiento ni de reinversión y no debe guardar correlación con ningún parámetro de la economía.

En la práctica, se utilizan los rendimientos de los bonos emitidos por los distintos gobiernos en sus monedas locales. Para estimar el costo del capital propio de una compañía que opera en los Estados Unidos, típicamente se utilizan los rendimientos de las notas o bonos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos. Para el caso de Costco, utilizamos la tasa de rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados

Unidos a 30 años correspondiente al día 30 de agosto de 2019, último dato disponible a la fecha de la presente valuación.

**Tabla 19 – Tasa libre de riesgo utilizada**

**Tasa Libre de Riesgo (Rf)**

<b>Fecha</b>	<b>30/8/2019</b>
Bonos del Tesoro de Estados Unidos (% YTM)	<b>1,50%</b>

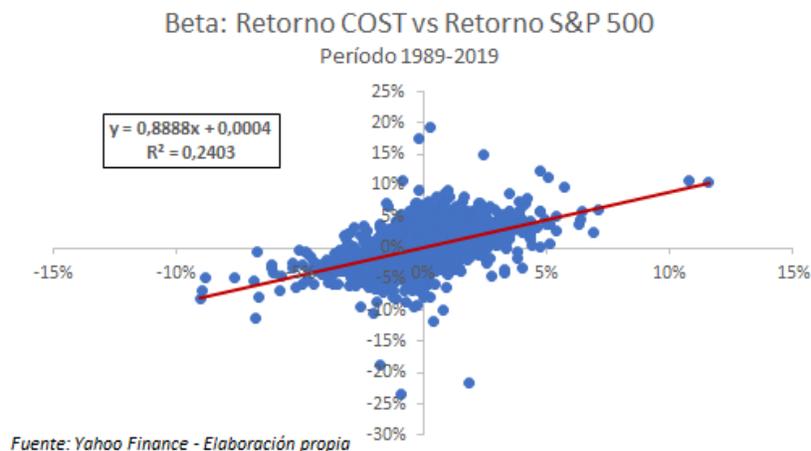
Fuente: Tesoro de los Estados Unidos  
(<https://www.treasury.gov/resource-center>)

5.2.1.2 Beta

Beta es una medida que mide la volatilidad de un activo particular en relación al riesgo sistémico del mercado. Para el presente trabajo se estimó el Beta de Costco por medio de una regresión lineal simple, de la siguiente manera:

- Para la variable independiente se consideraron todos los retornos históricos de Costco disponibles, es decir, desde que la compañía ofrece sus acciones en la bolsa (1 de septiembre de 1989) hasta la fecha de valuación (30 de agosto de 2019), con una frecuencia diaria.
- En cuanto a la variable dependiente, se utilizaron los retornos históricos del índice S&P 500 del mismo período, con una frecuencia diaria.
- El resultado de la regresión indica que el coeficiente Beta resultante es de 0,8888 y arroja un coeficiente de determinación de 0,2403.

**Gráfico 15 – Coeficiente Beta (Regresión lineal)**



Un coeficiente Beta de 0,8888 es razonable para Costco dado que es una empresa establecida, con crecimiento estable, cuenta con un bajo nivel de apalancamiento operativo, y opera en una industria poco sensible a los cambios de ciclos.

### 5.2.1.3 Prima de Riesgo del Mercado

En el modelo CAPM la Prima de Riesgo del Mercado representa la tasa de retorno esperada del inversor por invertir en un determinado mercado, la cual se encuentra por encima de la tasa libre de riesgo dado que debe remunerar el riesgo adicional.

Hay distintas metodologías para estimar la Prima de Riesgo de un Mercado. En este trabajo optamos por utilizar una de las prácticas más utilizadas, que consiste en tomar el retorno histórico del mercado (en este caso utilizamos el índice S&P 500 como referencia) restarle la tasa libre de riesgo. Este último ajuste se aplica bajo la premisa de que el mercado de acciones se encuentra sobrevalorado en los últimos años debido a las bajas tasas de descuento.

De esta manera, se consideró el retorno histórico del índice S&P 500 entre los años 1928 y 2019 cuyo promedio geométrico arroja una tasa anua de 9,71%. A la misma se le restó la Tasa Libre de Riesgo mencionada anteriormente (YTM al 30 de agosto de 2019 de los bonos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos a un plazo de 30 años) y arribamos a una Prima de Riesgo del Mercado de 8,21%.

Tabla 20 – Tasa libre de riesgo utilizada

Prima de Riesgo del Mercado			
	Tasa	Referencia	Detalle
Retorno del Mercado	9,71%	S&P 500	Promedio Geométrico entre 1928-2019
Tasa Libre de Riesgo	1,50%	US T-bond 10y	YTM 30 de agosto de 2019
<b>Prima de Riesgo del Mercado</b>	<b>8,21%</b>		

Fuente: Elaboración propia con Base de Datos de Damodaran, A. y Base de Datos del Tesoro de los Estados Unidos.

### 5.2.2 Costo de la deuda

En el endeudamiento financiero de la compañía es explicado por sus bonos corporativos emitidos, los cuales a la fecha de valuación mostraba un monto circulante de U\$S 6.000 millones. La empresa emite

regularmente bonos en el mercado, principalmente para refinanciar la deuda existente que es aplicada a sus operaciones habituales.

Como puede observarse en el cuadro a continuación, los vencimientos de su deuda se reparten principalmente en el largo plazo, con cupones que se encuentran entre 1,75% y 3%, todas ellas con calificación A+ según la calificadora de riesgos Standard & Poors. En cuanto a los rendimientos, a la fecha de valuación muestran un promedio ponderado de 1,90%, constituyendo un mejor indicador del costo de financiamiento de la compañía.

**Tabla 21 – Bonos emitidos por COSTCO**

**Bonos de COSTCO en Circulación al 30/08/2019 - YTM**

Emisor	Moneda	Vencimiento	Cupón	YTM al 30/08/2019	Rating S&P	Monto Emitido	Monto Circulante
COSTCO WHSL CORP	U\$S	15/12/2019	1,70%	2,13%	A+	1.200.000.000	1.200.000.000
COSTCO WHSL CORP	U\$S	15/2/2020	1,75%	2,07%	A+	500.000.000	500.000.000
COSTCO WHSL CORP	U\$S	18/5/2021	2,15%	1,73%	A+	1.000.000.000	1.000.000.000
COSTCO WHSL CORP	U\$S	15/2/2022	2,25%	1,63%	A+	500.000.000	500.000.000
COSTCO WHSL CORP	U\$S	18/5/2022	2,30%	1,78%	A+	800.000.000	800.000.000
COSTCO WHSL CORP	U\$S	18/5/2024	2,75%	1,81%	A+	1.000.000.000	1.000.000.000
COSTCO WHSL CORP	U\$S	18/5/2027	3,00%	2,01%	A+	1.000.000.000	1.000.000.000
<b>Monto total circulante (U\$S MM)</b>				<b>6.000</b>			
<b>Promedio ponderado (YTM)</b>				<b>1,90%</b>			
<b>YTM del bono con mayor plazo</b>				<b>2,01%</b>			

Fuente: FINRA - TRACE Data - Elaboración propia

Para determinar el costo de la deuda de la compañía a aplicar en la tasa WACC, se utilizará el rendimiento *Yield to Maturity* (YTM) de la emisión de deuda de mayor plazo, es decir el bono que vence en 2027 cuyo YTM era de 2,01% en la fecha de la valuación.

### 5.2.3 Estructura de capital

La necesidad de determinar la estructura de capital de la compañía obedece a que la misma define los ponderadores para el cálculo de la tasa WACC. La deuda financiera de Costco al cierre del ejercicio anual a septiembre de 2019 se ubicaba en U\$S 6.823 mil millones. Por su parte, la cantidad de acciones ordinarias de la compañía era de 439.656.950 a la fecha de la valuación, y el precio por acción en ese día era de U\$S 293, de manera tal que la Capitalización Bursátil era de U\$S 128.746 millones. De esta manera, los ponderadores resultan ser 5% por el lado de la deuda y 95% por el lado del capital propio.

Tabla 22 – Estructura de capital

Estructura de Capital				
	Fecha		Valores	%
Deuda emitida	1/9/2019	U\$S	6.823.000.000	5,0%
Cantidad acciones		#	439.656.950	
Preccio de acciones	30/8/2019	U\$S	293	
Capitalización bursátil		U\$S	128.746.147.614	95,0%

Fuente: Elaboración propia en base a balance anual a Sep'19 de Costco Wholesale Corp.(10k) y Yahoo Finance.

#### 5.2.4 Costo del capital estimado

Luego de haber estimado los distintos componentes de la tasa WACC en los apartados previos, se arriba a la tasa de descuento a utilizar en la valuación. Con un Costo de Capital Propio de 8,79% y un Costo de la Deuda después de impuestos de 1,59%, el resultado del promedio ponderado arroja una tasa de 8,43%, la cual constituye la tasa de descuento WACC. En el cuadro a continuación se pueden apreciar las distintas variables consideradas para arribar al mencionado resultado.

Tabla 23 – Tasa WACC

Tasa WACC (Promedio Ponderado del Costo de Capital)			
Concepto	Referencia	sep-19	Ponderaciones
Tasa Libre de Riesgo	Rf	1,50%	
Prima de Riesgo del Mercado	MRP	8,21%	
Beta Costco	$\beta$	0,89	
<b>Costo del Capital Propio</b>	<b>Ke</b>	<b>8,79%</b>	<b>95,0%</b>
Costo de la Deuda	Kd	2,01%	
Tasa impositiva	t	21%	
<b>Costo de la Deuda después de impuestos</b>	<b>Kd x (1 - t)</b>	<b>1,59%</b>	<b>5,0%</b>
		<b>WACC</b>	<b>8,43%</b>

Fuente: Elaboración propia

#### 5.2.5 Valor terminal

A la sumatoria de los flujos de fondos descontados, de acuerdo a la metodología mencionada, se le suma un flujo adicional representado por el Valor Terminal. Al último flujo de caja proyectado se le aplica una

tasa de crecimiento esperada a perpetuidad y se la divide por la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento a perpetuidad. La fórmula del Valor Terminal se expresa de la siguiente manera:

#### Ilustración 7 – Fórmula de Valor Terminal

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FF_N \times (1 + g)}{(r - g)}$$

Donde:

$FF_N$  = Flujo de Caja del último período proyectado

$g$  = Tasa de Crecimiento Esperada a Perpetuidad

$r$  = Tasa de Descuento

Como Tasa de Crecimiento a Perpetuidad se utilizó una tasa de 4%, que surge de incorporar la tasa esperada de crecimiento del PBI a Precios Constantes de los Estados Unidos (2% compuesto anual) y adicionarle la inflación esperada (2% anual).

#### 5.2.6 Resultado de la valuación

Habiendo realizado la valuación de Costco por el método DCF bajo los lineamientos previamente planteados, a saber, estimación de Flujos de Fondos para la Firma, Valor Terminal, Tasa de Descuento, a continuación, se presentan los resultados

**Tabla 24 – Resultado de Valuación por DCF (Escenario Base)**

Valuación por DCF - Costco Wholesale Corp.		
Fecha de Valuación		1/9/2019
	Unidad	
Tasa WACC	%	8,43
Tasa CAGR Ventas Netas	%	8,09
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	%	4,00
Valor Presente de FCF para la Firma	U\$S MM	12.430
Valor Presente del Valor Terminal	U\$S MM	95.439
<b>Valor de la Firma de Costco</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>107.869</b>
(-) Valor de la Deuda Financiera	U\$S MM	(6.823)
(+) Caja y Equivalentes	U\$S MM	9.444
<b>Valor del Capital Accionario</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>110.490</b>
Cantidad de Acciones	#	439.656.950
<b>Precio por Acción</b>	<b>U\$S</b>	<b>251</b>

Fuente: Elaboración propia

El valor presente de los Flujos de Fondos para la Firma proyectados suma un total de U\$S 12.430 millones, mientras que el valor presente del Valor Terminal es de U\$S 95.439 millones, de manera tal que el Valor de la Firma de Costco al 1 de septiembre de 2019 es de U\$S 107.869 millones, bajo los supuestos del Escenario Base. Luego de restarle a este valor el saldo de deuda y la caja, el valor del Capital Accionario resultante es de U\$S 110.490 millones. Con un total de acciones circulantes de 439.656.950 a la fecha de valuación, de acuerdo a la presente valuación, el precio de la acción debería ser de U\$S 251, lo cual indicaría que el precio de mercado se encontraba sobrevalorado (U\$S 293).

La valuación por DCF implica que los supuestos y premisas postuladas por el analista deben cumplirse para que se justifique el precio estimado. Es recomendable para este tipo de valuación plantear escenarios alternativos con modificaciones en las variables para proveer un rango de precios con mayor grado de confiabilidad. A continuación, se exponen las premisas de los tres escenarios estimados: el escenario base (ya expuesto), un escenario optimista y un escenario pesimista.

### **Escenario Base**

El escenario base representa aquel escenario que el analista atribuye el mayor grado de probabilidad de ocurrencia. Para este escenario se asume que la compañía continúa su crecimiento bajo el mismo modelo de negocios. Consideramos que la compañía ha mostrado una larga trayectoria sosteniendo elevadas tasas de crecimiento y ha mostrado incluso mejoras de eficiencia. A pesar de la irrupción del comercio digital de los últimos años, Costco no vio alterado su crecimiento ni sus indicadores.

En este escenario, se incorporó el plan de inversiones de la compañía para el ejercicio 2020 y se asumió un ritmo de expansión para el período proyectado en línea con su evolución histórica, teniendo en cuenta el fuerte crecimiento orgánico mostrado en los últimos 20 años, a saber:

- Crecimiento de Ventas Netas: CAGR 8,1%
- Inflación: 2% anual
- Crecimiento de afiliados (membresías): 5,1% anual
- Margen Bruto: estable en 11,2%
- Margen EBIT: presenta leve mejora partiendo de 3,3% en 2020 hasta 3,5% en 2024 incorporando efecto de apalancamiento operativo.

### Escenario Optimista

El escenario optimista es un escenario más favorable al previsto en el escenario base e incorpora un plan de expansión más agresivo que acompaña un crecimiento de la economía por encima de las expectativas del mercado. De esta manera, las principales premisas de este escenario son las siguientes:

- Crecimiento de Ventas Netas: CAGR 9,2%
- Inflación: 2% anual
- Apertura de 26 tiendas por año desde 2021
- Crecimiento de afiliados (membresías): 6,5% anual a partir de 2021
- Margen Bruto: estable en 11,2%
- Margen EBIT: pasa de 3,4% en 2020 hasta 3,6% en 2024

**Tabla 25 – Premisas de proyección de ingresos (Escenario Optimista)**

Proyección	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024
Inflación de Estados Unidos	%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Variación ventas en tiendas establecidas	%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Tiendas al inicio	#	782	802	828	854	880
Tiendas nuevas	#	20	26	26	26	26
Tiendas al final	#	802	828	854	880	906
Ventas promedio en tiendas	U\$S MM	204	219	234	250	268
Afiliados (membresías)	#	56,9	60,6	64,5	68,7	73,2
Variación # Afiliados	%	5,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Precio promedio suscripción anual	U\$S	63,4	64,7	66,0	67,3	68,7

### Escenario Pesimista

Este escenario incorpora un escenario de crecimiento más limitado en comparación al histórico, reflejando menor éxito en su modelo de negocios que puede verse afectado por cambios en los hábitos de consumo que reduzcan las compras en las tiendas físicas. Se consideró un ritmo de aperturas más reducido de 20 tiendas nuevas por año. De esta manera, la evolución de las ventas de mercaderías es más bajo con respecto al crecimiento histórico, pero similar al ritmo de crecimiento de sus pares comparables. Asimismo, se asume un ritmo de crecimiento de miembros menor, de 4% anual.

- Crecimiento de Ventas Netas: CAGR 5,7%
- Inflación: 2%
- Crecimiento de afiliados (membresías): 4% anual

- Margen Bruto: estable en 11,2%
- Margen EBIT: se mantiene en 3,2%

**Tabla 26 – Premisas de proyección de ingresos (Escenario Pesimista)**

Proyección	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024
Inflación de Estados Unidos	%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Variación ventas en tiendas establecidas	%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Tiendas al inicio	#	782	799	819	839	859
Tiendas nuevas	#	17	20	20	20	20
Tiendas al final	#	799	819	839	859	879
Ventas promedio en tiendas	U\$S MM	199	207	215	223	232
Afiliados (membresías)	#	56,1	58,3	60,6	63,1	65,6
Variación # Afiliados	%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Precio promedio suscripción anual	U\$S	63,4	64,7	66,0	67,3	68,7

De esta manera, a continuación, se exponen los resultados de la valuación bajo los escenarios mencionados:

**Tabla 27 – Resultados de la Valuación bajo los escenarios planteados**

Escenarios		Base	Optimista	Pesimista
Fecha de Valuación		1/9/2019	1/9/2019	1/9/2019
	<i>Unidad</i>			
Valor Presente de FCF para la Firma	U\$S MM	12.430	13.202	8.304
Valor Presente del Valor Terminal	U\$S MM	95.439	119.173	76.481
<b>Valor de la Firma de Costco</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>107.869</b>	<b>132.374</b>	<b>84.785</b>
(-) Valor de la Deuda Financiera	U\$S MM	(6.823)	(6.823)	(6.823)
(+) Caja y Equivalentes	U\$S MM	9.444	9.444	9.444
<b>Valor del Capital Accionario</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>110.490</b>	<b>134.995</b>	<b>87.406</b>
Cantidad de Acciones	#	439.656.950	439.656.950	439.656.950
<b>Precio por Acción</b>	<b>U\$S</b>	<b>251</b>	<b>307</b>	<b>199</b>

## 6 Valuación por Múltiplos Comparables

El método de valuación por Múltiplos Comparables es el enfoque más utilizado para valuar compañías. A diferencia de las metodologías de valuaciones absolutas como el DCF, el modelo de valuación relativa compara el valor de los activos con los valores que el mercado asigna a activos con características similares.

Si bien se trata de una metodología más sencilla y los cálculos son más sencillos, resulta importante la correcta selección de compañías comparables para el análisis, dado que cada múltiplo comparable está basado en determinadas variables fundamentales y la incorporación de empresas de distintas características podría distorsionar el análisis.

De esta manera, para el presente análisis consideramos adecuado realizar el análisis en relación a las empresas comparables utilizadas en el capítulo de Análisis Financiero (Walmart, Target y Kroger), entendiendo que son compañías que realizan actividades similares y se asemejan en la relación riesgo-retorno. Los múltiplos utilizados son: Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA) y Enterprise Value/Sales (EV/Sales).

**Tabla 28 – Empresas comparables**

Compañía	# Acciones millones	Precio U\$S	Mkt. Cap. U\$S millones	EV millones	SALES millones	EBITDA millones	EV/EBITDA (x)	EV/SALES (x)
Costco	439,66	292,83	128.746	127.960	152.703	6.407	20,0	0,8
Target	510,90	109,53	55.959	69.030	78.112	7.271	9,5	0,9
Walmart	2.850,00	113,49	323.447	389.910	523.964	33.702	11,6	0,7
Kroger	799,00	26,58	21.237	41.720	122.286	5.873	7,1	0,3
<b>Promedio</b>							<b>9,39x</b>	<b>0,66x</b>
<b>Mediana</b>							<b>9,49x</b>	<b>0,74x</b>

Fuente: Yahoo Finance - Elaboración propia

### Valuación por Múltiplo EV/EBITDA

El múltiplo *Enterprise Value*/EBITDA surge del cociente entre el Valor de la Firma y el resultado operativo EBITDA. Se trata de un múltiplo ampliamente utilizado en el mercado que permite comparar distintas estructuras de capital.

Al observar los valores de este múltiplo para Costco y sus competidores, se puede notar que hay una gran dispersión entre ellos, lo se encuentra relacionado con los distintos modelos de negocios y la percepción del mercado de qué tan exitoso es cada uno de ellos.

Dado que el múltiplo de Costco es bastante superior al de sus comparables, se procedió a analizar los valores históricos del mismo. A continuación, se expone la evolución histórica del múltiplo donde puede observarse que, si bien históricamente el valor fue alto, los valores de 2018 y 2019 son significativamente más elevados. Entendemos que estos valores pueden estar reflejando la consolidación del modelo de negocios de Costco frente a un cambio estructural de la industria.

**Tabla 29 – Múltiplo EV/EBITDA (2015-2019)**

		2015	2016	2017	2018	2019
Precio de la acción	U\$S	126,40	144,34	153,94	229,31	292,83
Cantidad de acciones	#	437.406.636	437.126.569	436.989.606	438.208.376	439.656.950
Market Cap	U\$S	55.289	63.094	67.269	100.484	128.746
Deuda Financiera	U\$S millones	6.135	5.161	6.659	6.577	6.823
Caja	U\$S millones	6.419	4.729	5.779	7.259	9.444
EV	U\$S millones	55.005	63.526	68.149	99.802	126.125
EBITDA	U\$S millones	4.855	5.007	5.543	6.038	6.407
<b>EV/EBITDA</b>	<b>(x)</b>	<b>11,3</b>	<b>12,7</b>	<b>12,3</b>	<b>16,5</b>	<b>19,7</b>

Fuente: 10k - Yahoo Finance - Elaboración propia

Teniendo en cuenta el comparativo con la industria realizado en el capítulo de Análisis Financiero, Costco muestra indicadores de crecimiento y eficiencia muy superiores a sus comparables (ver Tabla 13). En este sentido, consideramos que los mayores valores del múltiplo de la compañía en los últimos años tienen correlato con la evolución sus indicadores. De esta manera, se realizó una sensibilización del múltiplo con un sesgo por encima de la media y mediana de la industria, entre 14x y 22x.

Dado que Costco muestra ser un operador más eficiente que sus comparables y entendiendo que opera con ventajas competitivas que le permiten mostrar niveles de crecimiento y ratios de eficiencia superiores al de sus competidores, consideramos razonable que el múltiplo EV/EBITDA de la compañía se encuentre entre 18x y 22x, lo que significa un rango de precios de entre U\$S 268 y 327.

**Tabla 30 – Sensibilización del múltiplo EV/EBITDA**

**Enterprise Value**

**Múltiplo EV/EBITDA**

		14,00x	16,00x	18,00x	20,00x	22,00x
<b>EBITDA</b>	<b>6.216</b>	87.027	99.460	111.892	124.325	136.757
	<b>6.311</b>	88.353	100.974	113.596	126.218	138.840
	<b>U\$S 6.407</b>	89.698	102.512	115.326	128.140	140.954
	<b>6.503</b>	91.043	104.050	117.056	130.062	143.068
	<b>6.601</b>	92.409	105.610	118.812	132.013	145.214

**Precio por Acción**

**Múltiplo EV/Sales**

		14,00x	16,00x	18,00x	20,00x	22,00x
<b>EBITDA</b>	<b>6.216</b>	USD 203,90	USD 232,18	USD 260,46	USD 288,74	USD 317,02
	<b>6.311</b>	USD 206,92	USD 235,63	USD 264,34	USD 293,04	USD 321,75
	<b>U\$S 6.407</b>	USD 209,98	USD 239,13	<b>USD 268,27</b>	<b>USD 297,42</b>	<b>USD 326,56</b>
	<b>6.503</b>	USD 213,04	USD 242,62	USD 272,21	USD 301,79	USD 331,37
	<b>6.601</b>	USD 216,15	USD 246,17	USD 276,20	USD 306,23	USD 336,25

## Valuación por Múltiplo EV/Sales

El múltiplo EV/Sales es ampliamente utilizado para valuar empresas del sector de ventas minoristas. Compara el Valor de la Firma contra sus Ventas anuales. Este indicador se encuentra afectado por la expectativa de crecimiento de las ventas que tiene el mercado respecto a la compañía y asume márgenes similares.

El múltiplo promedio de la industria se encontraba en 0,66x, mientras que la mediana era de 0,74x. Por su parte, Costco cotizaba con un múltiplo de 0,8x. Nuevamente, entendiendo que la compañía es un operador con mayores fortalezas que los comparables de las industrias, se estableció un rango de entre 0,7x y 1,1x para su sensibilización, mostrando un sesgo por encima de la industria.

Por lo mencionado, consideramos razonable que el múltiplo de EV/Sales se encuentre entre 0,8x y 1x. En consecuencia, luego de restarle deuda y sumarle caja, el rango de precios para la acción se encontraría entre U\$S 284 y U\$S 353.

**Tabla 31 – Sensibilización del múltiplo EV/Sales**

		Enterprise Value				
		Múltiplo EV/Sales				
		0,70x	0,80x	0,90x	1,00x	1,10x
Sales U\$S	148.156	103.709	118.525	133.341	148.156	162.972
	150.412	105.289	120.330	135.371	150.412	165.454
	152.703	106.892	122.162	137.433	152.703	167.973
	154.994	108.495	123.995	139.494	154.994	170.493
	157.318	110.123	125.855	141.587	157.318	173.050

		Precio por Acción				
		Múltiplo EV/Sales				
		0,70x	0,80x	0,90x	1,00x	1,10x
Sales U\$S	148.156	USD 241,85	USD 275,55	USD 309,24	USD 342,94	USD 376,64
	150.412	USD 245,44	USD 279,65	USD 313,86	USD 348,07	USD 382,29
	152.703	USD 249,09	<b>USD 283,82</b>	<b>USD 318,55</b>	<b>USD 353,28</b>	USD 388,02
	154.994	USD 252,73	USD 287,99	USD 323,24	USD 358,49	USD 393,75
	157.318	USD 256,44	USD 292,22	USD 328,00	USD 363,78	USD 399,56

## 7 Conclusión

Costco Wholesale Corp. es una compañía con amplia trayectoria en el mercado con operaciones localizadas principalmente en los Estados Unidos y varios países del mundo. La compañía se destaca por ofrecer productos muy valorados por el consumidor a precios bajos a los suscriptores de sus membresías y generar fidelización a través de la experiencia de compra denominada “búsqueda del tesoro”. Opera con un esquema de membresías renovables anualmente que explica gran parte de su resultado operativo y le otorga estabilidad en los flujos de caja a partir de su alto ratio de renovaciones.

En términos de crecimiento, Costco ha mostrado una evolución fuerte y sostenida a lo largo del tiempo. Las ventas totales, EBIT y resultado neto, crecieron a tasas CAGR de 7,1%, 7,2% y 11,4%, respectivamente, en los últimos 5 ejercicios fiscales.

En cuanto a ratios específicos, a 2019 mostró un crecimiento orgánico de 6% (vs. 2,7% promedio de la industria), ventas por pies cuadrados de U\$S 1.311 millones (vs. U\$S 489 millones promedio de la industria), y ventas por empleado de U\$S 587.966 millones (vs. U\$S 243.848 millones promedio de la industria).

La valuación por el método DCF arroja un valor de U\$S 251 la acción, lo cual se encuentra por debajo del precio de mercado a la fecha de valuación (U\$S 293). Por su parte, a través de múltiplos (EV/EBITDA y EV/Sales), el rango de precios se ubicó entre U\$S 268 y U\$S 353.

De esta manera, en función al análisis realizado y entendiendo que Costco muestra fundamentos para cotizar en un rango superior a la media de la industria, podemos concluir que el precio de mercado de la acción de Costco Wholesale Corporation se encontraba en un valor razonable.

**Tabla 32 – Resultados de la Valuación**

Al 1 de septiembre de 2019:

Resultados por Valuación DCF		
Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
204,54	251,31	311,79

Resultados por Valuación por Múltiplos	
Rango EV/Sales	
283,82	353,28

## 8 Glosario

**CAGR (Compound Annual Growth Rate):** Tasa anual de crecimiento compuesto.

**Capex (Capital Expenditure):** Inversión de capital.

**CAPM (Capital Asset Pricing Model):** Modelo de valuación de activos financieros que permite el retorno esperado en función al riesgo sistémico.

**Coefficiente Beta:** Representa la volatilidad o riesgo sistémico que un activo incorpora a un portafolio diversificado.

**DCF (Discounted Cash Flow):** Modelo de Flujo de Fondos Descontados.

**EPS (Earning per share):** Beneficio por acción.

**EBIT (Earning Before Interest and Taxes):** Resultado antes de intereses e impuestos.

**EBITDA:** Resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

**Enterprise Value:** Valor de la Firma.

**Equity:** Capital Propio.

**EV (Enterprise Value):** Valor de la Firma.

**FCF (Free Cash Flow):** Flujo de Caja Libre.

**Layout:** Disposición o ubicación (de góndolas).

**Management:** La administración o el conjunto de directivos de una compañía.

**Market Capitalization:** Capitalización Bursátil.

**MRP (Market Risk Premium):** Prima de Riesgo de Mercado.

**Online:** En línea. Refiere a operaciones realizadas por Internet.

**Sales:** Ventas

**Sq. Ft. (Square Feet):** Pies Cuadrados

**SSS (Same Store Sales):** Ventas en las mismas tiendas.

**Retail:** Ventas Minoristas.

**ROE (Return on Equity):** Rentabilidad del Capital Propio.

**ROA (Return on Assets):** Rentabilidad de los Activos.

**ROIC (Return on Invested Capital):** Rentabilidad del Capital Invertido.

**WACC (Weighted Average Cost of Capital):** Costo Promedio Ponderado del Capital.

**YTM (Yield to Maturity):** Retorno Total de un bono si se lo mantiene hasta su vencimiento.

## 9 Bibliografía

### Libros y Publicaciones

- Brealey R., Myers S. y Allen F., Principios de finanzas corporativas. McGraw-Hill, Novena edición, 2015.
- Koller T., Goedhart M. y Wessels D., Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 6ta edición. John Wiley & Sons Inc., 2015.
- Damodaran, Aswath. Investment Valuation, John Wiley & Sons, Inc. 2da edición, John Wiley & Sons Inc., 2002.
- Bruns, William. Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis. Harvard Business School, septiembre 2004.
- Fernández, Pablo. Bermejo, Vicente. Betas utilizadas por directivos y profesores europeos en 2009, IESE Business School, marzo 2016.
- Fernández, Pablo. Introducción a la valoración de empresas por el método de múltiplos, Universidad de Navarra, mayo 1999.
- Fernández, Pablo. Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos, IESE Business School, Universidad de Navarra, mayo 2015.

### Reportes

- Costco Wholesale Corporation, *Annual Report 2015*, 14 de octubre de 2015.
- Costco Wholesale Corporation, *Annual Report 2016*, 12 de octubre de 2016.

- Costco Wholesale Corporation, *Annual Report 2017*, 18 de octubre de 2017.
- Costco Wholesale Corporation, *Annual Report 2018*, 26 de octubre de 2018.
- Costco Wholesale Corporation, *Annual Report 2019*, 10 de octubre de 2019.

### Fuentes

- Yahoo Finance. <https://finance.yahoo.com/>
- Banco Mundial. <https://data.worldbank.org/>
- Tesoro de los Estados Unidos. <https://www.treasury.gov/>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD). <https://data.oecd.org/>
- U.S. Bureau of Labor Statistics. <https://www.bls.gov/>
- Statista. <https://www.statista.com/>



## 10 Anexos

### Anexo 1 – Flujo de Fondos Proyectado (Escenario Base)

Proyección	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Ventas Netas</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>156.288</b>	<b>170.386</b>	<b>185.158</b>	<b>202.055</b>	<b>220.312</b>
Costo de Mercaderías Vendidas	U\$S MM	(138.839)	(151.363)	(164.486)	(179.496)	(195.715)
<i>CMV / Ventas Netas</i>	%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	-88,8%
Resultado Bruto	U\$S MM	17.449	19.023	20.672	22.559	24.597
<i>Margen Bruto</i>	%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Gastos Generales	U\$S MM	(15.941)	(17.209)	(18.516)	(20.003)	(21.701)
<i>Gastos Generales / Ventas Netas</i>	%	-10,2%	-10,1%	-10,0%	-9,9%	-9,9%
Membresías	U\$S MM	3.594	3.854	4.132	4.431	4.751
<b>EBIT</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>5.102</b>	<b>5.668</b>	<b>6.289</b>	<b>6.986</b>	<b>7.647</b>
<i>EBIT / Ventas Netas</i>	%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%
Impuesto a las Ganancias	U\$S MM	(1.071)	(1.190)	(1.321)	(1.467)	(1.606)
<i>Tasa impositiva IIGG</i>	%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
<b>EBIT * (1 - Impuestos)</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>4.030</b>	<b>4.478</b>	<b>4.968</b>	<b>5.519</b>	<b>6.041</b>
Depreciaciones	U\$S MM	1.484	1.817	1.853	1.890	1.928
<i>Depreciaciones / Capex</i>	%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
▲ Capital de Trabajo	U\$S MM	187	(6)	(6)	(7)	(7)
Capex	U\$S MM	(3.000)	(3.672)	(3.745)	(3.820)	(3.897)
<i>Capex / Ventas Netas</i>	%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
<b>FCF de la Firma</b>		<b>2.702</b>	<b>2.617</b>	<b>3.070</b>	<b>3.582</b>	<b>4.065</b>
WACC		8,43%				
VP FCF de la Firma		\$ 12.429,77				
g		4,00%				
Terminal Value		\$ 95.438,89				
<b>Enterprise Value</b>		<b>\$ 107.868,66</b>				

## Anexo 2 – Flujo de Fondos Projectado (Escenario Optimista)

Proyección	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Ventas Netas</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>157.762</b>	<b>173.835</b>	<b>190.682</b>	<b>210.539</b>	<b>232.241</b>
Costo de Mercaderías Vendidas	U\$S MM	(140.148)	(154.426)	(169.393)	(187.033)	(206.312)
<i>CMV / Ventas Netas</i>	%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	-88,8%
Resultado Bruto	U\$S MM	17.614	19.408	21.289	23.506	25.929
<i>Margen Bruto</i>	%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Gastos Generales	U\$S MM	(15.934)	(17.383)	(18.878)	(20.633)	(22.527)
<i>Gastos Generales / Ventas Netas</i>	%	-10,1%	-10,0%	-9,9%	-9,8%	-9,7%
Membresías	U\$S MM	3.607	3.918	4.257	4.624	5.023
<b>EBIT</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>5.287</b>	<b>5.943</b>	<b>6.668</b>	<b>7.497</b>	<b>8.425</b>
<i>EBIT / Ventas Netas</i>	%	3,4%	3,4%	3,5%	3,6%	3,6%
Impuesto a las Ganancias	U\$S MM	(1.110)	(1.248)	(1.400)	(1.574)	(1.769)
<i>Tasa impositiva IIGG</i>	%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
<b>EBIT * (1 - Impuestos)</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>4.177</b>	<b>4.695</b>	<b>5.268</b>	<b>5.923</b>	<b>6.655</b>
Depreciaciones	U\$S MM	1.484	1.968	2.008	2.048	2.089
<i>Depreciaciones / Capex</i>	%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
▲ Capital de Trabajo	U\$S MM	186	(6)	(7)	(8)	(8)
Capex	U\$S MM	(3.000)	(3.978)	(4.058)	(4.139)	(4.221)
<i>Capex / Ventas Netas</i>	%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
<b>FCF de la Firma</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>2.847</b>	<b>2.679</b>	<b>3.211</b>	<b>3.824</b>	<b>4.514</b>

WACC	8,43%
VP FCF de la Firma	\$ 13.201,58
g	4,00%
Terminal Value	\$ 105.970,96
<b>Enterprise Value</b>	<b>\$ 119.172,54</b>

### Anexo 3 – Flujo de Fondos Projectado (Escenario Pesimista)

Proyección	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Ventas Netas</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>153.041</b>	<b>163.604</b>	<b>173.800</b>	<b>185.221</b>	<b>197.277</b>
Costo de Mercaderías Vendidas	U\$S MM	(135.954)	(145.338)	(154.396)	(164.541)	(175.251)
<i>CMV / Ventas Netas</i>	%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	-88,8%	-88,8%
Resultado Bruto	U\$S MM	17.087	18.266	19.404	20.679	22.025
<i>Margen Bruto</i>	%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Gastos Generales	U\$S MM	(15.763)	(16.769)	(17.815)	(18.985)	(20.221)
<i>Gastos Generales / Ventas Netas</i>	%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%
Membresías	U\$S MM	3.556	3.772	4.001	4.245	4.503
<b>EBIT</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>4.879</b>	<b>5.268</b>	<b>5.591</b>	<b>5.939</b>	<b>6.307</b>
<i>EBIT / Ventas Netas</i>	%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Impuesto a las Ganancias	U\$S MM	(1.025)	(1.106)	(1.174)	(1.247)	(1.324)
<i>Tasa impositiva IIGG</i>	%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
<b>EBIT * (1 - Impuestos)</b>	<b>U\$S MM</b>	<b>3.854</b>	<b>4.162</b>	<b>4.417</b>	<b>4.692</b>	<b>4.983</b>
Depreciaciones	U\$S MM	1.484	1.781	1.817	1.853	1.890
<i>Depreciaciones / Capex</i>	%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
▲ Capital de Trabajo	U\$S MM	(1.635)	(130)	(125)	(141)	(148)
Capex	U\$S MM	(3.000)	(3.600)	(3.672)	(3.745)	(3.820)
<i>Capex / Ventas Netas</i>	%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
<b>FCF de la Firma</b>		<b>704</b>	<b>2.213</b>	<b>2.436</b>	<b>2.659</b>	<b>2.904</b>
WACC		8,43%				
VP FCF de la Firma		\$ 8.303,78				
g		4,00%				
Terminal Value		\$ 68.177,25				
<b>Enterprise Value</b>		<b>\$ 76.481,03</b>				