



Universidad de
San Andrés

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

Trabajo Final de Graduación
Valuación del Capital Accionario de Walgreens Boots Alliance

Autores: Justo Mazza y Jeronimo Rosella
DNI: 41.666.434 y 41.614.720
Mentor: Alejandro E. Loizaga

Buenos Aires, Julio 2021

ÍNDICE

Glosario	4
1. Resumen Ejecutivo	5
2. Descripción del Negocio	6
2.1. La Empresa	6
2.2. Descripción de la Acción	8
2.3. Ventas	11
2.4. Estrategia	16
2.5. Factores que afectan a la Compañía	19
3. Análisis de la Industria	21
3.1. Retail Farmacéutico	21
3.2. Problemática Actual	23
3.3. Posición Competitiva de la Compañía	26
3.4. Situación Económica Actual	29
4. Análisis Financiero	31
4.1. Análisis de la situación Patrimonial	31
4.1.1. Composición del Activo	31
4.1.2. Composición del Pasivo	33
4.1.3. Composición del Patrimonio Neto	33
4.2. Análisis del Estado de Resultados	34
4.3. Ratios Financieros	36
4.3.1. Ratios de Actividad	37
4.3.2. Ratios de Rentabilidad	38
4.3.3. Ratios de Liquidez y Solvencia	41
4.3.4. Ratios específicos de la Industria	43
4.4. Comparación con la Industria	44
4.5. Flujo de Caja	46
4.6. Conclusiones	48
5. Valuación por Flujo de Fondos Descontados	50

5.1. Proyección de Flujos de Fondos Libres	51
5.1.1. Ventas	51
5.1.2. Margen Bruto	55
5.1.3. Ganancias antes de Intereses, Impuestos y Rentas	55
5.1.4. Impuesto a las Ganancias	57
5.1.5. Inversiones en Capital	57
5.1.6. Depreciación y Amortización	58
5.1.7. Cambio Neto en Capital de Trabajo	58
5.1.8. Flujos de Fondos	59
5.2. Determinación de la Tasa de Descuento	59
5.2.1. Costo del Capital Accionario	60
5.2.1.1. Beta	61
5.2.1.2. Tasa Libre de Riesgo	63
5.2.1.3. Prima de Riesgo de Mercado	64
5.2.1.4. Determinación del Costo del Capital Accionario	64
5.2.2. Costo de la Deuda	64
5.2.3. Determinación del Costo Promedio Ponderado del Capital	65
5.3. Valor Terminal	65
5.3.1. Método de Crecimiento a Perpetuidad	65
5.4. Valuación	66
6. Valuación por Múltiplos Comparables	69
6.1. Universo de Empresas Comparables	69
6.2. Múltiplos	70
6.3. Valuación	71
7. Conclusiones	73
8. Bibliografía	74
Anexos	75

GLOSARIO

Término en español	Término en inglés	Abreviatura
Comercio electrónico	E-commerce	
Costo de Mercadería Vendida	Costs Of Goods Sold	COGS
Costo Promedio Ponderado del Capital	Weighted Average Cost of Capital	WACC
Crecimiento ventas mismos locales	Same Store Sales	SSS
Depreciación y Amortización	Depreciation & Amortization	D&A
Director de operaciones	Chief Operating Officer	CEO
Dólar Estadounidense	Dollar	\$
Flujo de Fondos	Free Cash Flow	FCF
Flujo de Fondos de la Empresa	Free Cash Flow of the Firm	FCFF
Flujos de Fondos Descontados	Discounted Cash Flows	DCF
Fondo de Comercio	Goodwill	
Ganancias / Ingresos	Revenue	
Ganancias antes de Intereses e Impuestos	Earnings Before Interests and Taxes	EBIT
Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization	EBITDA
Gastos Administrativos y Generales	Selling General & Administrative Expense	SG&A
Gestor de Prestaciones Farmacéuticas	Pharmacist Benefit Manager	PBM
Inversiones en Capital	Capital Expenditures	CapEx
Método de Crecimiento a Perpetuidad	Perpetuity Growth Method	PGM
Modelo de Fijación de Precios de los Activos de Capital	Capital Asset Pricing Model	CAPM
Presidente Ejecutivo	Executive Chairman	
Propiedad, Planta y Equipo	Plant, Property & Equipment	PPE
Puntos Porcentuales	Basis Point	pp
Relación / proporción	Ratio	
Rendimiento del Patrimonio Neto	Return on Equity	ROE
Retorno del Activo	Return on Assets	ROA
Sector / Industria de venta minorista	Retail	
Sistema de Reserva Federal	Federal Reserve System	FED
Tasa de crecimiento anual compuesto	Compound annual growth rate	CAGR
Valor de la empresa	Enterprise Value	EV
Índice de Precios al Consumidor	Consumer Price Index	CPI

1. RESUMEN EJECUTIVO

El propósito del presente trabajo es realizar una valuación del paquete accionario de Walgreens Boots Alliance (en adelante, “Walgreens”, “WBA” o la “Compañía”) mediante el método de Flujo de Fondos Descontados y de Valuación por Múltiplos Comparables. La fecha de valuación establecida es el 31 de agosto de 2021, día en que la Compañía cerró sus balances anuales.

Walgreens Boots Alliance es una empresa global, de origen estadounidense, que se enfoca en el cuidado de la salud y el bienestar de las personas a través de sus farmacias.

En primer lugar, se lleva a cabo una descripción de la compañía, empezando por su historia y mencionando su modelo de negocio, sus estrategias, su estructura, entre otras características. Luego, se detalla el análisis de la industria a la que pertenece, haciendo mención del entorno competitivo, el cual es de gran importancia por su dependencia dentro del sistema farmacéutico estadounidense. Se procede a evaluar el entorno macroeconómico que enfrenta Walgreens como contexto para realizar la valuación y poder proyectar hacia el futuro.

Luego de analizar los balances publicados por la empresa, se lleva a cabo la valuación de la compañía a través de las dos metodologías antes mencionadas, a fin de comparar los valores obtenidos con el precio de mercado a la fecha en cuestión. El precio de la acción de la Compañía al 31 de agosto de 2021 se encontraba alrededor de los USD \$50,75.

Se observa que la Compañía sufre presión de reembolso por parte de terceros pagadores lo cual ha afectado los márgenes en los últimos 6 años. Dado el análisis llevado a cabo se espera que, a pesar de que las presiones continúen, a través de la gestión de costos y la transformación de la farmacia del futuro, Walgreens haga frente a los márgenes decrecientes logrando estabilizarlos.

A partir de las estimaciones, se procede a realizar la valuación mediante el Flujo de Fondos Descontados. Se establece una tasa de descuento (WACC) de 6,24% para obtener un precio por acción de la Compañía de \$135,62. El crecimiento en las ventas y la estabilización de los márgenes son factores que pueden variar, con lo cual, se procede a realizar escenarios alternativos, uno pesimista y otro optimista. Los precios por acción estimados son de \$125,22 y \$147,99 respectivamente.

Por otro lado, para llevar a cabo la valuación mediante Compañías Comparables se determinan los dos múltiplos más representativos, siendo ellos $EV/EBITDAR$ y $EV/Ventas$. A partir de ello, se procede a hallar los datos correspondientes de las empresas comparables, para determinar un rango de valores y realizar la valuación. Los resultados difieren entre cada múltiplo estableciendo rangos cercanos a \$80,85 por el lado de los ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación, amortización y rentas, y \$34,65 por el lado de las ventas.

2. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

2.1 La Empresa

Walgreens Boots Alliance Inc. es una compañía líder en atención sanitaria, farmacia y venta al por menor (*retail*) que atiende a millones de clientes y pacientes cada día, y se destaca por la ubicación de sus locales, la experiencia del consumidor y sus plataformas digitales. La Compañía se constituyó en el año 2014, luego de que Walgreens Co. adquiriera la totalidad de Alliance Boots, convirtiéndose en la compañía farmacéutica más grande en Europa y Estados Unidos.

En el año 1849, John Boots inaugura su primer local Boots en Nottingham, Reino Unido, y para el año 1930 la cadena alcanza los 1.000 locales en el Reino Unido. En el año 1901, Charles Walgreens Sr. adquiere la farmacia de la cual era empleado en Chicago, Estados Unidos, y luego de 8 años se forma Walgreens Co. tras la expansión de la cadena farmacéutica a un segundo local. En 1934 comienza a cotizar en la bolsa de Nueva York (NYSE), y para el año 1984 Walgreens Co. alcanza los 1.000 locales en Estados Unidos y supera los \$1.000 millones en ventas. A lo largo de la historia, Walgreens y Boots han adquirido varios negocios como distribuidores mayoristas y otras cadenas farmacéuticas potenciando su crecimiento.

Actualmente, Walgreens se extiende a lo largo de 9 países y emplea a más de 315.000 personas. La empresa cuenta con más de 13.000 locales tanto en Estados Unidos como en Europa y América Latina. Es una de las mayores distribuidoras de productos farmacéuticos globalmente, ya que contiene más de 425 centros de distribución que reparten a más de 250.000 farmacias, doctores, hospitales y centros médicos en 20 países. Las ventas superan los \$132.000 millones a nivel global.

El ingreso por venta de medicamentos a la población general depende fuertemente de las tasas de reembolso de terceros pagadores como gestores de beneficios farmacéuticos (PBMs), aseguradores médicos, agencias gubernamentales y otros, quienes suelen ofrecer cobertura a sus clientes.

Su principal competidor es CVS Health una empresa de soluciones sanitarias que cuenta con más de 9.900 establecimientos de farmacia minoristas, casi 1.200 clínicas médicas sin cita previa; un gestor de beneficios de farmacia líder (PBM) con aproximadamente 110 millones de miembros de planes con soluciones de farmacia especializada en expansión y un negocio de atención farmacéutica para personas mayores que atiende a más de un millón de pacientes al año.

La Compañía tiene estrechas relaciones comerciales con AmerisourceBergen, un distribuidor mayorista con el cual tienen contratos para la provisión de medicamentos, siendo este su único proveedor. Además, Walgreens tiene participación accionaria en AmerisourceBergen.

En 2021, la Compañía le vendió el segmento Alliance Healthcare, sector encargado de la distribución mayorista de medicamentos en Europa, a AmerisourceBergen por un monto de \$6.900 millones. El

pago consistía en \$6.700 millones en efectivo y 2 millones de acciones de la compañía. La transacción incrementó su participación en AmerisourceBergen hasta 28.5%. Además, Walgreens ejerce control sobre la misma y ha nombrado un miembro del directorio. Tras la venta de Alliance Healthcare, la Compañía opera en dos grandes segmentos: Estados Unidos e Internacional.

El segmento de Estados Unidos incluye el negocio de Walgreens, que incluye las operaciones de farmacias minoristas, servicios de salud y bienestar, servicios de farmacia central especializado y servicio por correo, así como los resultados de sus inversiones en AmerisourceBergen. Los ingresos derivan principalmente de la venta de medicamentos por prescripción y de una amplia variedad de productos de venta al por menor como productos de belleza y salud, comestibles y mercadería general. El segmento abarca los 50 estados de Estados Unidos, el distrito de Columbia, Puerto Rico y las Islas Vírgenes de Estados Unidos a través de 8.965 locales. En el año 2021, el 78% de la población vive a menos de 5 millas de un local de Walgreens o Duane Reade.

En cuanto al segmento Internacional, este consiste en ventas de productos de salud y belleza en farmacias fuera de Estados Unidos, a través de las tiendas Boots en el Reino Unido y cuenta, además, con locales en la República de Irlanda y Tailandia, la marca Benavides en México y la marca Ahumada en Chile. Estos negocios proceden principalmente de la venta de medicamentos por prescripción, productos de bienestar, belleza, cuidado personal y otros productos de consumo generales. La compañía opera 4.031 locales y ha aumentado su presencia online significativamente en los últimos años. En el Reino Unido es líder del mercado y sus tiendas minoristas están estratégicamente situadas para brindar servicios sanitarios y trabajar directamente con otros proveedores de atención primaria. El segmento también incluye un negocio de distribución mayorista en Alemania, que forma parte de una alianza estratégica junto a McKesson Corp.

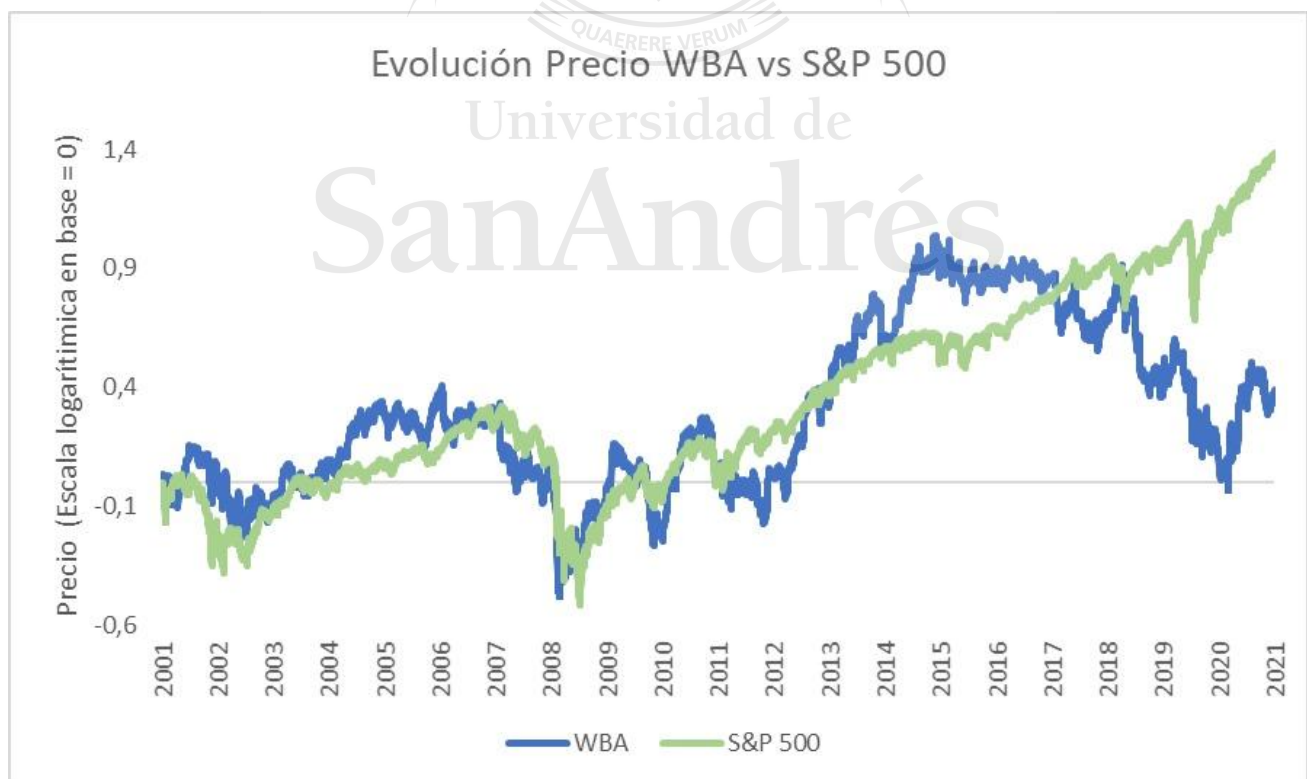
En marzo del 2021, Walgreens Boots Alliance contrató a Rosalind Brewer para ser la nueva CEO. Brewer nació en Estados Unidos en 1962 y tuvo una trayectoria excepcional, pasando por muchas de las empresas más grandes del mundo. En 1984 comenzó a trabajar en Kimberly-Clark como química orgánica en donde estuvo 22 años. Creció mucho dentro de la empresa, tanto que en 2004 se transformó en presidente de una división importante. En 2006 pasó a Walmart, en donde sostuvo varios puestos de liderazgo ejecutivo. En 2012 se convirtió en presidente y CEO de Sam's Club, cadena de supermercados con membresía, que es propiedad de Walmart. Por último, su posición más reciente fue COO en Starbucks desde 2017 hasta 2021. Roz Brewer también formó parte de la junta directiva de Starbucks, Amazon, Lockheed Martin Corp. y Molson Coors Brewing Company. Cabe destacar que se encuentra en el top 10 de las mujeres más poderosas del mundo y que en 2021 fue nombrada una de las 25 personas más influyentes del mundo por el diario *The Financial Times*.

2.2 Descripción de la Acción

Las acciones de Walgreens Boots Alliance cotizan en el NASDAQ bajo el símbolo WBA y forman parte de los índices más emblemáticos, como el Standard & Poor's 500 y el NASDAQ-100. A partir de 2018, fue añadida al Índice Dow Jones de Industriales reemplazando a General Electric (GE). Walgreens comenzó a cotizar públicamente por primera vez en 1927, y ha distribuido dividendos todos los trimestres desde 1933 hasta el día de la fecha.

Como se puede observar en el gráfico a continuación, la acción de Walgreens ha ido a la par con el precio del índice S&P500 durante la primera década del 2000. Durante ese período, se podría decir que el precio de la Compañía era algo más volátil que el mercado. A partir de 2011 y hasta alcanzar un pico en 2015, la acción de Walgreens alcanzó rendimientos superiores al del índice, alcanzando máximos históricos que no se sostuvieron en el tiempo. A partir de 2015, no solo se invierte la tendencia en el precio de la acción, sino que la relación entre el índice y la Compañía se vuelve inversa. El ciclo bajista pasa de los \$96,64, precio máximo alcanzado en 2015, hasta los \$33,52 producto de la pandemia. Al día de la valuación, el precio de la acción había recuperado un 51% de la irrupción del COVID-19, aunque se encontraba un 47% por debajo del máximo histórico y un 10% por debajo del máximo alcanzado el último año.

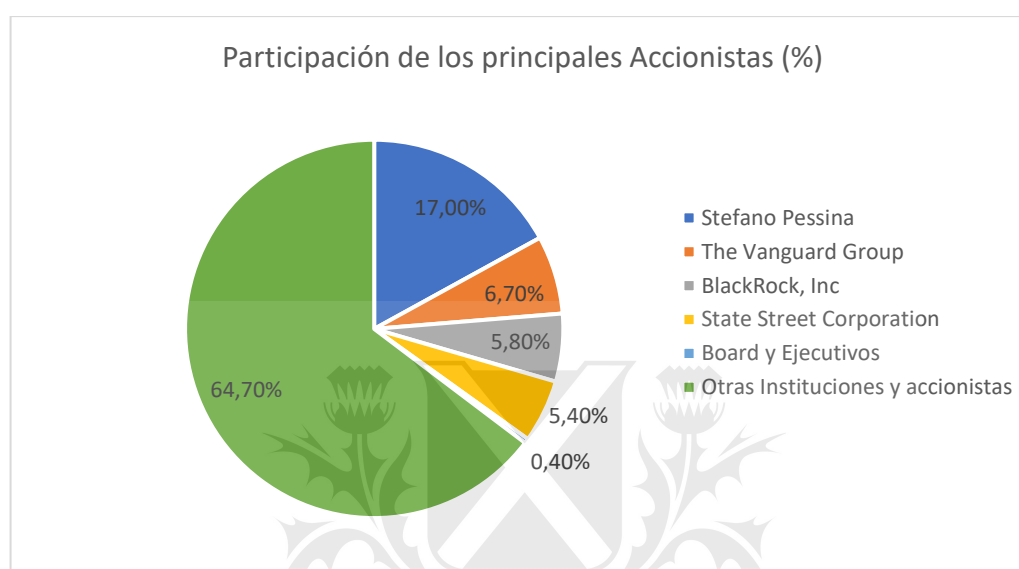
Gráfico 1 – Rendimiento de Walgreens Boots Alliance, Dow Jones y Standard & Poor's 500



Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

Al 31 de agosto de 2021 había aproximadamente 48.077 tenedores de las 865.612.358 acciones ordinarias de la empresa. En el 2018 la compañía inició un programa de recompras por \$10.000 millones de dólares, monto que fue alcanzado en un 80% y luego pausado en el 2020. A continuación, se observan los principales accionistas de Walgreens, siendo Stefano Pessina, *Executive Chairman* y ex CEO, el accionista mayoritario con una participación del 17%.

Gráfico 2 – Distribución de los principales accionistas de la Compañía

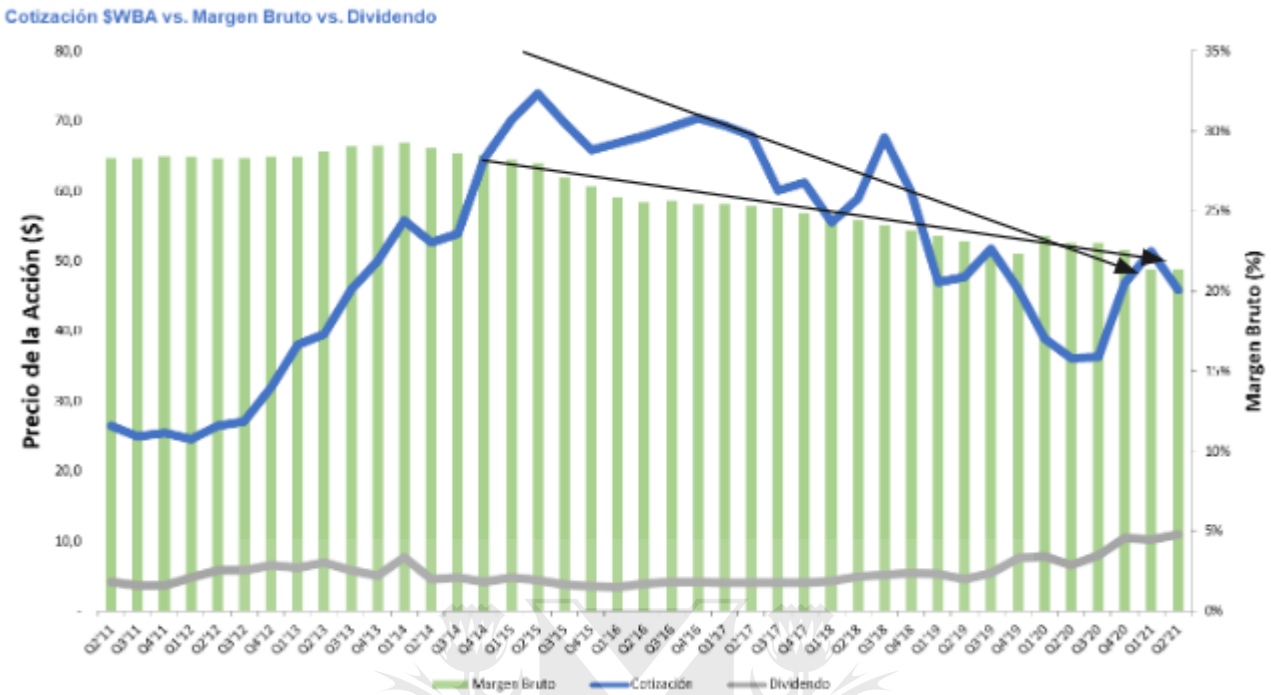


Fuente: Elaboración propia en base a Declaración de Poder de la Compañía.

El rendimiento de la acción de Walgreens está fuertemente relacionado con el rendimiento del margen bruto de la compañía. Si bien el crecimiento de las ventas, como veremos en mayor detalle más adelante, ha sido importante sobre todo luego de la fusión en 2014, la Compañía enfrenta presiones constantes por las tasas de reembolso, impactando en los márgenes operativos.

Podemos observar en el siguiente gráfico, que el ciclo bajista de la acción comienza a mediados de 2015, plazo que coincide con el comienzo de la disminución del margen bruto, que empezó a disminuir desde un 27,2% hasta un 21,2% en 2021. La compañía ha tratado de contrarrestar esta presión siendo más eficiente en los gastos, para no afectar la rentabilidad de los accionistas. El rendimiento de los dividendos sobre las acciones ha sido creciente los últimos años y ha llegado a niveles del 4% en 2021, un rendimiento importante, teniendo en cuenta que el precio es más bajo pero la capacidad de pagar dividendos sigue siendo estable. Es importante destacar que la cotización de WBA toma los precios al cierre del trimestre, con lo cual, no es posible visualizar de la mejor manera la tendencia bajista que ha tenido en los últimos 6 años.

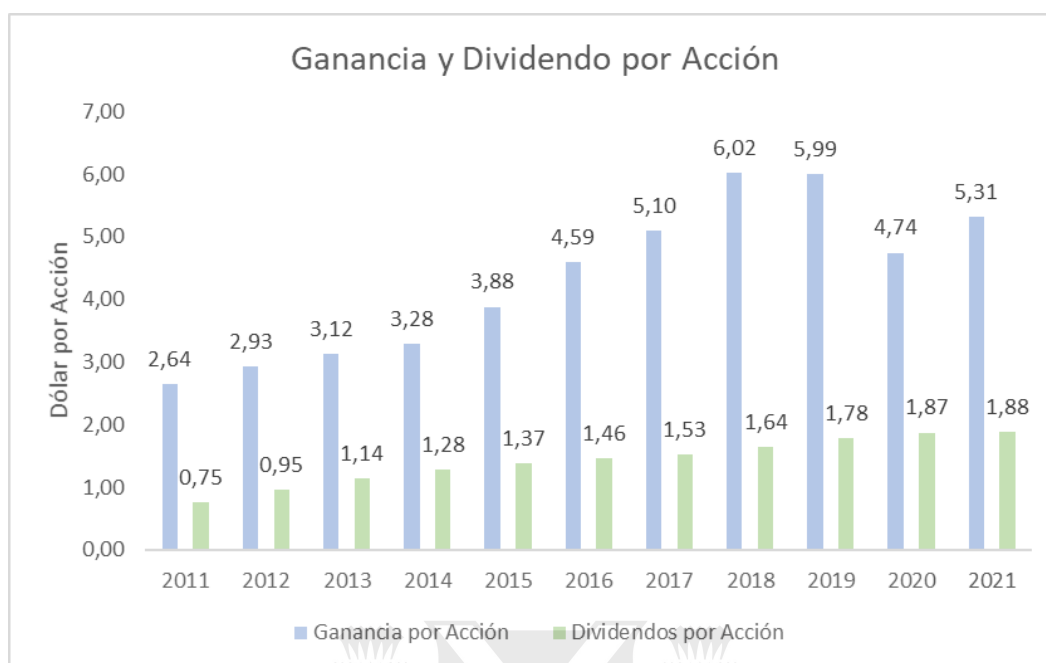
Gráfico 3 – Cotización de la acción, margen bruto en función de las ventas y tasa de dividendos



Fuente: Cotización de la acción de Yahoo Finance, margen bruto (10k) y dividendos de Macro Trends.

Adicionalmente, las ganancias por acción reportadas en los últimos 10 años han sido crecientes en el tiempo, como se observa en el gráfico a continuación, salvo por el deterioro en el año 2020 por la crisis del COVID-19, donde las ganancias por acción disminuyeron más de \$1 con respecto al año anterior, continuado de una recuperación en 2021. Esto marca una fuerte recuperación luego de la irrupción de la pandemia y demuestra la buena adaptación por parte de la empresa a los cambios producidos. A su vez, los dividendos por acción también, como se puede observar, tienden a ser consistentes en los últimos 10 años, con un crecimiento en los últimos años, lo que indica buena capacidad que tiene la Compañía de pagar dividendos cada año, por lo que resultaría atractivo para sus accionistas.

Gráfico 4 – Ganancias y Dividendos por acción de la Compañía



Fuente: Publicaciones de rendimientos de la Compañía.

En líneas generales podríamos concluir que la acción ha sido “castigada” por el mercado durante los últimos años, a pesar de que la rentabilidad para los accionistas no se ha visto perjudicada.

2.3 Ventas

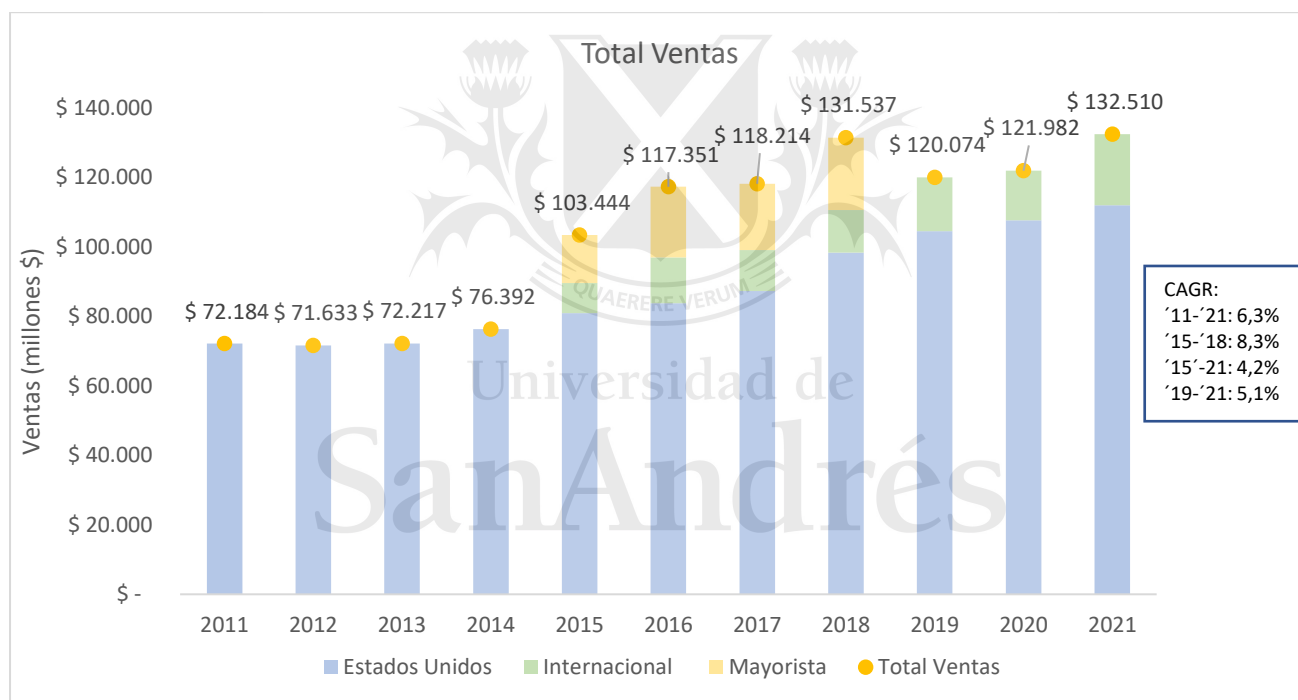
El nivel de ventas de las drogas por prescripción depende en gran porcentaje de terceros pagadores. Cuando un individuo quiere adquirir un medicamento bajo prescripción, suele tener un seguro médico o plan de beneficencia estatal que lo respalde, por lo que el individuo se hace cargo de una fracción del valor del medicamento o copago, y el seguro o un gestor de prestaciones farmacéuticas (PBM) reembolsa el valor restante. Se detallará más adelante la cadena de formación de precios y suministros.

La empresa enfrenta presión de reembolso constantemente por parte de terceros, que pueden ser el gobierno, empresas de administración de beneficios de salud, organizaciones de mantenimiento de la salud, entre otros. Los acuerdos con dichas entidades están sujetos al vencimiento, a ser terminados o renegociados. Estos terceros pagadores, como Medicaid y Medicare buscan constantemente disminuir ciertas tasas de reembolso, impactando en el precio final de venta y los márgenes de la compañía.

Como se puede observar en el gráfico a continuación, en el año fiscal terminado el 31 de agosto de 2021, Walgreens alcanzó ventas de hasta \$132.5 mil millones de dólares. Fuerte recuperación con respecto al 2020. En Estados Unidos, se debió al rápido progreso en los tests y las vacunas para

combatir el COVID-19, y en el aumento de la inflación que desarrollaremos más adelante. En 2014, si recordamos la historia de WBA, fue el momento en el que se constituyó la corporación. La fusión entre Walgreens Co. y Alliance Boots dio nacimiento a Walgreens Boots Alliance. Como podemos ver en el gráfico, la fusión trajo consigo un gran salto en las ventas anuales. Esto se debió, principalmente, a que Alliance Boots cubría un amplio territorio internacional que, sumado a la extensión estadounidense de Walgreens hizo crecer el alcance de la empresa. El crecimiento anual compuesto de las ventas (CAGR) durante los últimos 10 años fue del 6,3%. Si consideramos el crecimiento desde el 2015, año en que finalmente se incorporan las ventas por la fusión, hasta el 2021 fue del 4,2%. El CAGR del período entre 2015-2018 que contemplan las ventas mayorista, EE.UU e Internacional fue de 8,3%. Las ventas del 2019 y 2020 no contemplan las ventas del sector mayorista que fue desprendido de las operaciones en 2021 por temas comparativos, el CAGR de estos últimos 3 años fue del 5,1%

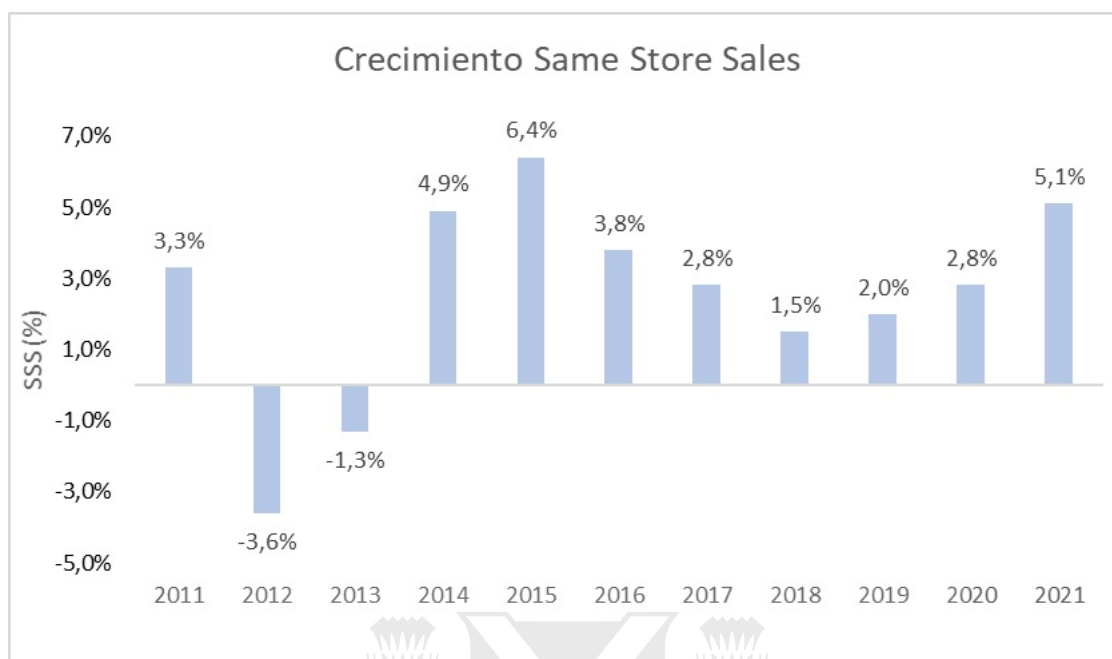
Gráfico 5 – Ventas totales de la Compañía en los últimos 10 años



Fuente: 2011-2021 10-K de la Compañía.

La medida de *Same Store Sales* (SSS) nos indica el crecimiento de las ventas comparables por local. La compañía utiliza esta medida para comparar las ventas de aquellos locales que permanecieron abiertos por al menos 12 meses consecutivos y el criterio puede ser diferente al de otras compañías. La tasa de crecimiento compuesta de SSS fue de 2,5% en los últimos 10 años, un valor razonable que da indicios de una empresa consolidada con un crecimiento en línea con el consumo general. El crecimiento de ventas de Walgreens está fuertemente condicionado por las presiones de reembolso.

Gráfico 6 – Crecimiento anual de *Same Store Sales*

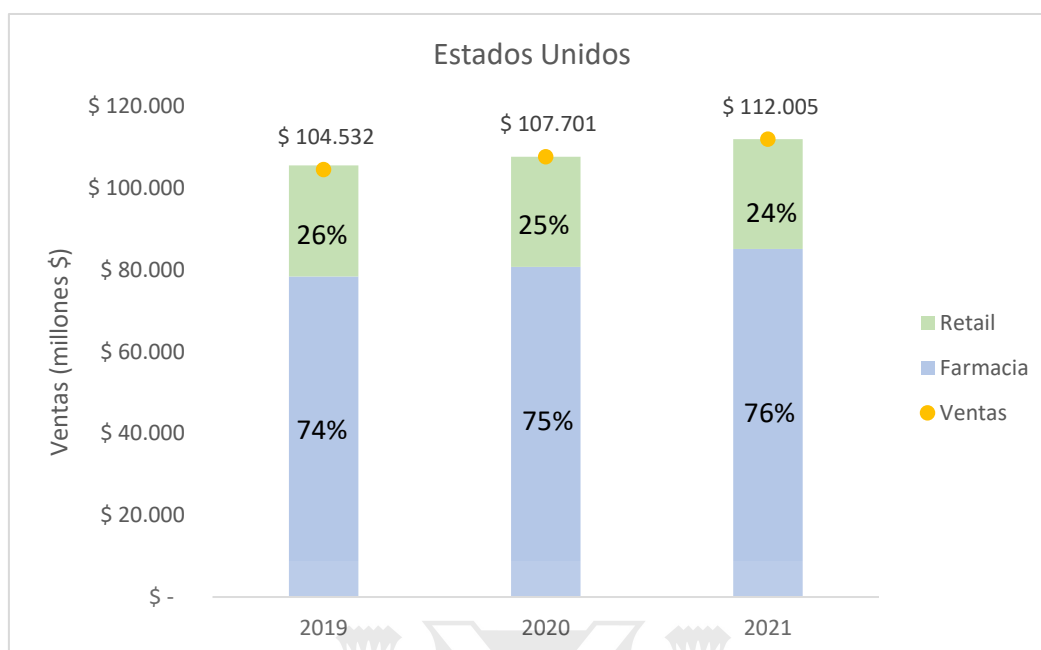


Fuente: *Elaboración propia en base a Capital IQ.*

Las ventas del segmento de Estados Unidos están subsegmentadas en dos categorías generales: Farmacia y *Retail* o venta minorista. Las ventas de farmacia incluyen la venta de medicamentos por prescripción y, la provisión de servicios farmacéuticos relacionados y servicios especiales, mientras que el subsegmento de venta minorista incluye venta de medicamentos sin prescripción, alimentos, mercadería general y demás productos consumibles. Aproximadamente el 75% de las ventas del segmento corresponden a Farmacia y el 25% restante a *Retail*.

La empresa surte las recetas de los planes de Medicare, Medicaid, otros planes y programas de prestaciones sanitarias y de medicamentos con receta financiados o patrocinados públicamente, incluido el programa federal de precios de medicamentos 340B. Las ventas en las que se recibe el reembolso desde organizaciones de atención administrada, agencias gubernamentales, compañías de PBM y seguros privados fueron aproximadamente 97% de las ventas de Farmacia del segmento en el ejercicio 2021. Las ventas bajo el plan Medicaid y Medicare representan el 4% y el 20% del segmento respectivamente.

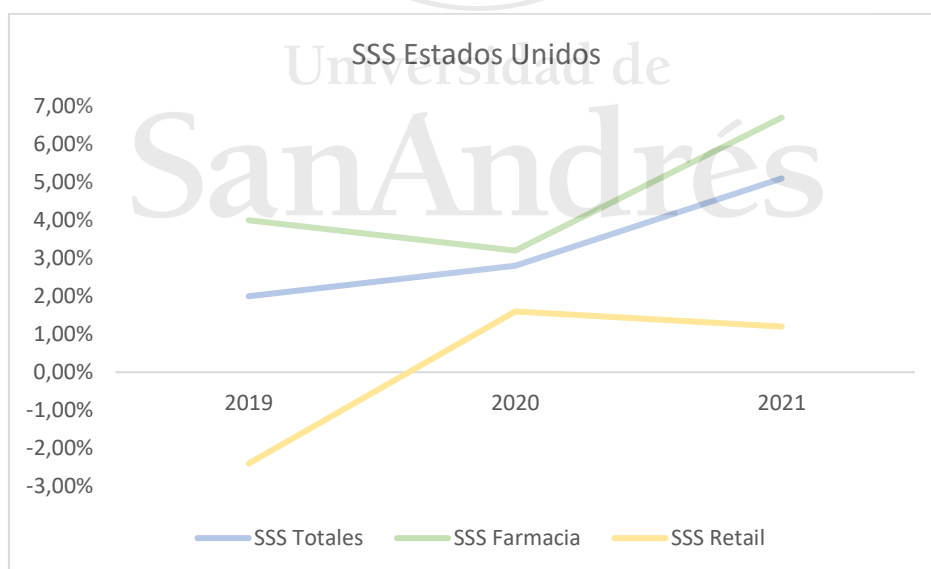
Gráfico 7 – Ventas del segmento Estados Unidos



Fuente: 2019-2021 10-K de la Compañía.

A continuación, la variación de *Same Store Sales* del segmento Estados Unidos.

Gráfico 8 – Same Store Sales del segmento Estados Unidos

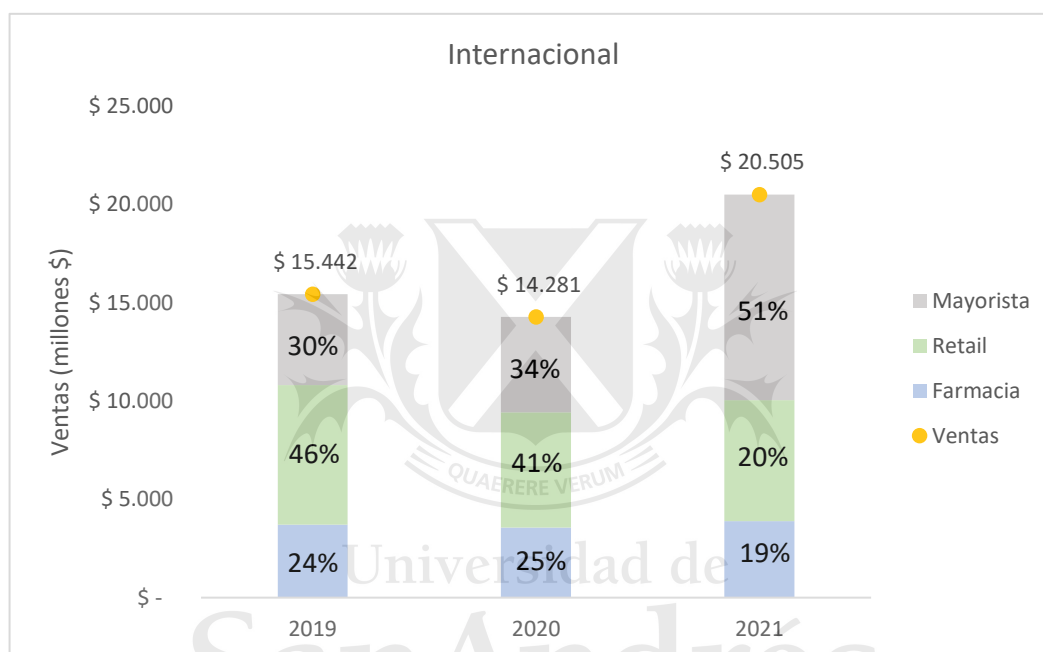


Fuente: 2019-2021 10-K de la Compañía.

Las ventas del segmento internacional son influenciadas por la venta mayorista farmacéutica en Alemania y, al igual que en EEUU, la venta de medicamentos con receta y venta minorista de productos de salud y bienestar, de belleza, de cuidado personal y productos de consumo general. La parte mayorista pasó de ser un 30% y 34% del total de las ventas en 2019 y 2020 respectivamente, a

un 51% en 2021. La venta de medicamentos recetados era de un 24% y 25% en 2019 y 2020, y en 2021 cayó a 19%. La venta minorista, que se encontraba arriba del 40% en los años anteriores, pasó a componer un 30% de la totalidad de las ventas del segmento. La venta mayorista, llevada a cabo en Alemania, contiene unos 41 centros de distribución que distribuyen medicamentos recetados a farmacias y otros centros de salud. Esta propiedad, nace en noviembre de 2020 a través del proyecto en conjunto con McKesson Corp. que describiremos más adelante. El tipo de cambio es un factor determinante en el nivel de ventas medido en dólares, por lo que las variaciones experimentadas son volátiles.

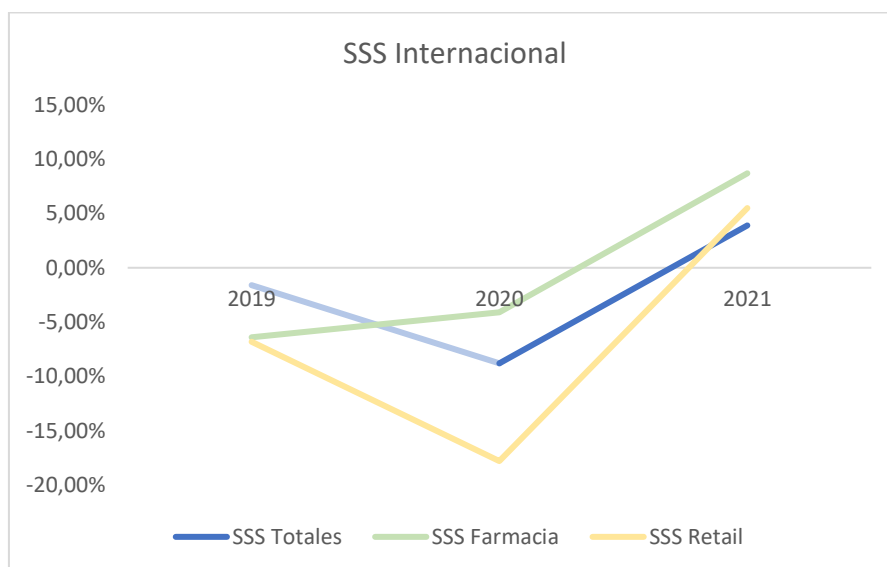
Gráfico 9 – Ventas del segmento Internacional



Fuente: 2019-2021 10-K de la Compañía.

A continuación, la variación de *Same Store Sales* del segmento Internacional.

Gráfico 10 – Same Store Sales del segmento Internacional



Fuente: 2019-2021 10-K de la Compañía.

2.4 Estrategia

Walgreens es una empresa muy consolidada en el mercado internacional, que busca constantemente mantenerse competitiva. Su estrategia de crecimiento se basa en la expansión a través de la adquisición de negocios que aporten sinergias de costos y de ingresos. Mirando al futuro, la estrategia de Walgreens es transformar la industria farmacéutica minorista para construir “la farmacia del futuro”, que esperan que sea el motor de crecimiento en los próximos años. La estrategia está basada en tres pilares fundamentales:

- **Transformación Farmacia Minorista:** En octubre 2021 la Compañía lanzó su nueva estrategia sanitaria. La empresa tiene previsto convertirse en un proveedor líder de servicios de atención clínica local aprovechando su tecnología centrada en el consumidor y red de farmacias para ofrecer una atención basada en el valor. La empresa también tiene previsto seguir transformando su negocio principal de farmacia y venta al por menor, y ofrecer mejores experiencias a los consumidores, fusionando la venta minorista farmacéutica con el mercado de servicios sanitarios y creando modelos de atención coordinada que ayudarán a sus clientes y pacientes a gestionar con éxito sus enfermedades crónicas. En el centro de la estrategia sanitaria se encuentra Walgreens Health, un modelo de atención sanitaria basado en la tecnología y en una plataforma de atención sanitaria a escala nacional y local.

En agosto de 2021 la Compañía tenía un 22% de participación en Village Medical, luego de que completara una inversión de \$1.000 millones para abrir en conjunto unas 700 clínicas VillageMD en Walgreens. Estos locales en conjunto consisten en clínicas de VillageMD

conectadas directamente con los locales Walgreens. Se conectarán los antecedentes y recomendaciones médicas directamente con los farmacéuticos. Los pacientes de la clínica podrán hacer sus consultas médicas, estudios y chequeos, y adquirir sus medicamentos directamente en el local, aumentando el tráfico de personas en los mismos.

- **Gestión de Transformación de Costos (TCM):** En diciembre de 2018 la Compañía anunció el *Transformational Cost Management Program*, un programa destinado a eficientizar los costos de la Compañía, con impacto en ambos segmentos operativos. Dicho programa contempla la optimización de locales y el desarrollo de un negocio global más centralizado, a través del cierre programado de locales, con el objetivo de alcanzar un ahorro de costos por \$2.000 millones. Dicho programa surge como iniciativa para contrarrestar la disminución de los márgenes brutos causados por la presión de las bajas tasas de reembolso que afectan las ventas. En agosto de 2021, la Compañía había cumplido los objetivos y extendió el programa con el fin de alcanzar \$1.300 millones de ahorro adicionales en los próximos 3 años.
- **Aceleración de marcas y ofertas digitales:** La compañía ha lanzado en 2021 la plataforma myWalgreens para ofrecer una nueva interfase a los clientes para que puedan acceder a ofertas digitales, acumular puntos e incluso apoyar el cuidado en las distintas comunidades. Para agosto de 2018 la cantidad de miembros era de 85 millones de personas. También cuentan con la plataforma digital Walgreens Find Care, conectando pacientes y clientes al acceso de servicios de salud convenientes desde los celulares. Adicionalmente, Walgreens extendió el uso de la plataforma con la venta minorista, para comprar online y recibir los pedidos en el día, o buscarlos por una tienda en 30 minutos, ofreciendo promociones y selección de productos, con el fin de mejorar su experiencia como consumidores.

Adicionalmente, Walgreens tiene importantes participaciones accionarias en compañías que ha invertido recientemente como:

- **CareCentrix:** Empresa que se enfoca en el cuidado de los pacientes luego de una hospitalización para acompañarlos y brindarles servicios durante la recuperación en su hogar o instalaciones especializadas, y cuenta con 19 millones de miembros. En octubre de 2021, Walgreens adquiere una posición mayoritaria, del 55% de CareCentrix por \$330 millones, y con opción de adquirir el restante en el futuro.
- **Shields Health Solutions:** Es una empresa líder en atención médica que se enfoca en el cuidado de manera integral y especializada. En septiembre de 2021, se anunció que Walgreens Co. haría una inversión en Shields para acelerar el proceso de innovación en el modelo de cuidado de salud. La inversión consiste en unos \$970 millones para apoyar el crecimiento de la

compañía y alcanzar una posición del 71% del paquete accionario de Shields, con opción de adquirir el restante en el futuro.

- AmerisourceBergen: Esta empresa de distribución mayorista tiene estrecha relación comercial con Walgreens. Tras la venta de Alliance Healthcare a AmerisourceBergen la participación de Walgreens en la misma ascendió a 28,5% la cual le otorga el derecho a la compañía a nombrar un miembro del directorio. Asimismo, han acordado (i) una prórroga de tres años hasta 2029 del acuerdo de distribución de productos farmacéuticos en Estados Unidos, según el cual los productos farmacéuticos de marca y genéricos se obtienen de AmerisourceBergen en Estados Unidos; (ii) la prórroga, que le proporciona a AmerisourceBergen la capacidad de acceder a productos farmacéuticos genéricos a través de Walgreens Boots Alliance Development GmbH, la empresa de aprovisionamiento global de la compañía; (iii) un acuerdo de distribución del cual AmerisourceBergen suministrará productos farmacéuticos de marca y genéricos a la empresa Boots Reino Unido tras el cierre de la venta de Alliance Healthcare; y (iv) un compromiso para crear un crecimiento incremental y eficiencias en el abastecimiento, la logística y la distribución.
- Village Medical: En enero de 2021, Walgreens y VillageMD anunciaron una aceleración en las inversiones. Dichas inversiones surgen por el acuerdo entre ambas partes para la apertura de entre 600 y 700 clínicas en un periodo de 5 años. El valor total de la inversión era de \$1,000 millones en capital y deuda convertible, con \$250 millones de inversión de capital inicial. La compañía completó los \$750 millones de inversión restante a finales de agosto de 2021, para la apertura de las clínicas que se extiende a lo largo de 30 países. A partir de las inversiones realizadas, Walgreens tenía aproximadamente un 22% de participación en la propiedad de VillageMD. En octubre de 2021, WBA anunció una inversión adicional de \$5.200 millones para aumentar la cantidad de clínicas a 1,000 para 2027. A su vez, su participación en VillageMD pasaría a ser de un 62% aproximadamente. La inversión consiste en unos \$4.000 millones en efectivo y el restante \$1.200 millones en un pagaré una vez completada la transacción. Esta inversión es de las más importantes con vistas al futuro. Como bien hemos mencionado, Walgreens busca transformar el servicio farmacéutico del futuro y, junto con Village Medical, estarán un paso más cerca de alcanzar ese objetivo. La apertura de los locales consiste en posicionar los locales de Walgreens al lado de los de VillageMD. La combinación de ambos negocios va a permitir a Walgreens establecer centros de salud con servicio completo en las distintas comunidades, ya que VillageMD provee atención personalizada a través de sus médicos para tratar y prevenir las enfermedades. De esta manera, potenciar su relación personal con los clientes y aumentar el tráfico de personas en sus locales.
- Innovation Associates, Inc. (“iA”): A fines de diciembre de 2020, Walgreens adquiere una participación mayoritaria en Innovation Associates, Inc. por un valor de \$451 millones. iA es una plataforma avanzada que permite incorporar automatización en las soluciones

farmacéuticas. Su misión es la modernización y automatización del proceso de cumplimiento de recetas médicas. La inversión por parte de WBA consiste en apoyar la expansión y el crecimiento de iA para que las soluciones que presentan sean beneficiosas para la industria de la salud. El propósito de Innovation Associates va de la mano con los objetivos planteados por parte de Walgreens, de alcanzar la farmacia del futuro.

- **McKesson Corporation:** En noviembre de 2020, Walgreens y McKesson Corp. llegaron a un acuerdo en el cual cerraron una transacción por la venta mayorista farmacéutica combinada en Alemania. La Compañía contiene el 70% de la participación en el negocio y se reporta dentro del segmento Internacional. La transacción consistió en \$296 millones de emisión de una participación accionaria. El negocio tiene como finalidad avanzar con soluciones centradas en el paciente a través de nuevos servicios que satisfagan las necesidades de sus clientes.

2.5 Factores que afectan a la compañía

- Riesgos en relación con el COVID-19:

El COVID-19 ha impactado y puede seguir impactando las economías alrededor del mundo. La volatilidad, incertidumbre y disrupción económica producto de la pandemia ha afectado negativamente a la industria y las operaciones de negocio. Las políticas llevadas a cabo por las entidades gubernamentales tuvieron un impacto en las ventas y ha cambiado la forma de trabajar. La rápida adaptación por parte de la compañía hizo que, para mediados de 2021, se viera una mejora en las ventas comparado con fines de 2020 y principios de 2021. La situación con respecto al COVID-19 se mantiene presente y pueden surgir nuevas regulaciones por parte de las autoridades. La pandemia y los cambios en el método de trabajo han producido aumentos en costos para promover y proteger la salud de los empleados a través del trabajo remoto. Enfermedades, restricciones a la circulación, entre otras disrupciones laborales podrían afectar de forma negativa las operaciones de la empresa. El trabajo remoto ha incrementado los riesgos operacionales, como los riesgos cibernéticos que podrían alterar el manejo del negocio.

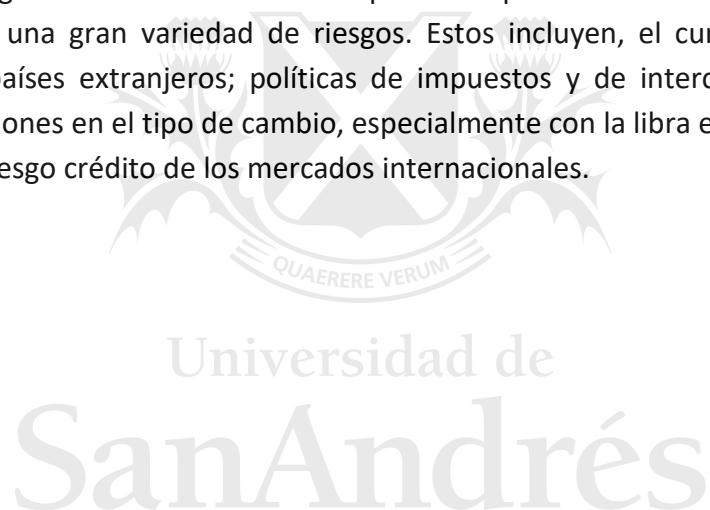
- Riesgos en relación con el negocio:

La empresa enfrenta presión de reembolso constantemente por parte de terceros, que pueden ser el gobierno, empresas de administración de beneficios de salud (PBM), organizaciones de mantenimiento de la salud, entre otros. La disminución en las tasas de reembolso afecta en gran medida a la compañía y ha sido la principal razón por la cual el crecimiento año a año de las ventas no se ve reflejado en el margen bruto. Las tasas de reembolso forman parte de los acuerdos entre la compañía y las PBMs, y marcan el porcentaje que se les debe reponer a las farmacias a partir de la cobertura de sus clientes. Dicho mecanismo será desarrollado en el capítulo siguiente. Lo importante a destacar es que dichas tasas son ajustadas por las PBMs a partir de cambios en los precios de

medicamentos. Cuando los precios decrecen por alta competitividad, las tasas son ajustadas a la baja de manera eficiente. El problema surge cuando los precios aumentan, como ha estado ocurriendo recientemente debido a la alta inflación de drogas genéricas. Ante el aumento de precios, las PBMs se toman su tiempo ajustando las tasas perjudicando de esta manera a las farmacéuticas, que no reciben el un reembolso acorde.

Muchas organizaciones dentro de la industria se han consolidado a lo largo de los años, incluyendo las PBMs, formando grandes empresas con un gran poder de negociación. Esto podría implicar una presión en los precios, que resultarían en un negocio menos rentable. Para subsistir, la compañía debería hallar nuevos flujos de ingresos o reducir costos. El programa TCM antes mencionado tiene como objetivo reducir costos y eficientizar la operación del negocio. Los objetivos financieros de dicho plan requieren un nivel de mejora en la productividad que se encuentra asumido. Por ende, de no ser posible alcanzar las metas propuestas los resultados operativos y la salud financiera podrían verse afectadas.

Las operaciones del segmento Internacional son importantes para el crecimiento de la compañía y se encuentran sujetas a una gran variedad de riesgos. Estos incluyen, el cumplimiento de leyes y regulaciones de los países extranjeros; políticas de impuestos y de intercambio, tarifas y otras regulaciones; fluctuaciones en el tipo de cambio, especialmente con la libra esterlina; y problemas a la hora de mitigar el riesgo crédito de los mercados internacionales.

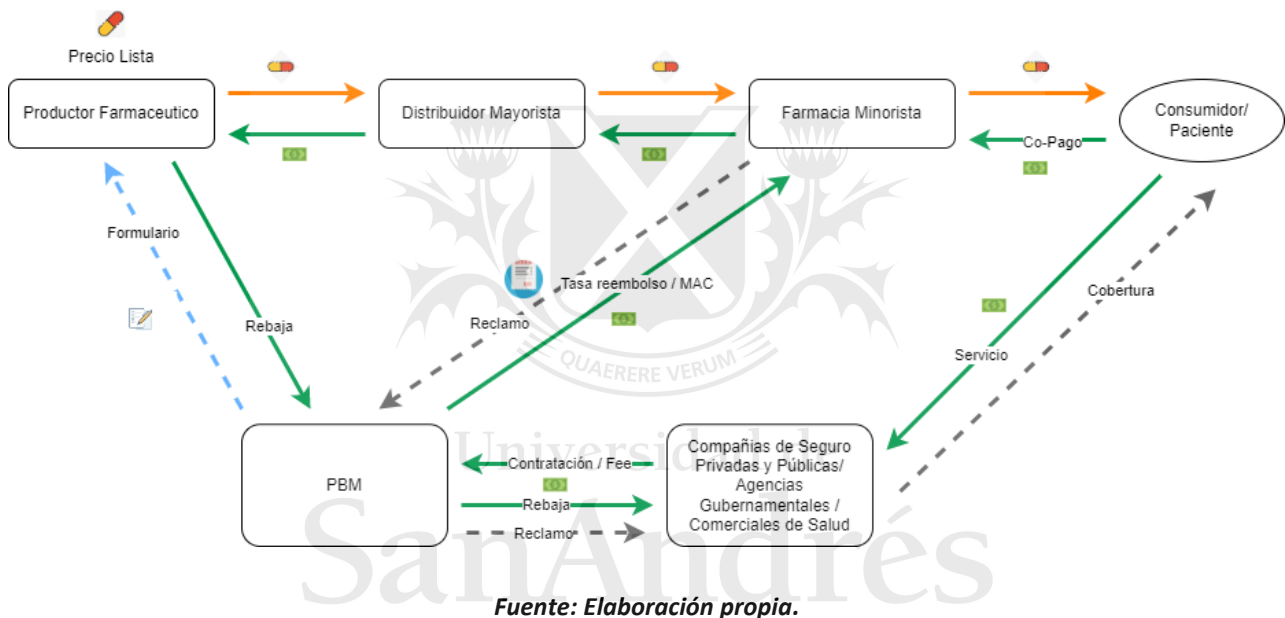


3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

3.1 Retail Farmacéutico

La industria farmacéutica en Estados Unidos es más compleja que una simple cadena de distribución como puede ser el *retail* de productos alimenticios. En este sistema, participan varios jugadores que están interrelacionados, y conforman una compleja red de formación de precios y cadena de suministros. La industria farmacéutica es un tema central de discusión política en el país norteamericano que se ha prolongado durante varios años, producto de los distintos intereses que tienen los actores que la conforman. A continuación, podemos observar un diagrama que ilustra simplificada la cadena de suministros y cadena de precios de la industria.

Gráfico 11 – Diagrama de la industria y relación entre las partes



La cadena comienza con el **productor farmacéutico**, estos son los laboratorios que desarrollan los medicamentos y producen a gran escala para abastecer el mercado interno y externo. Entre los principales productores se encuentran compañías como Johnson & Johnson, Pfizer y Roche con ventas en conjunto por unos \$250.000 millones. Los productores ofrecen un catálogo con los precios de lista que establecen o WAC (*Wholesaler Acquisition Cost*) y le venden los productos a los distribuidores mayoristas (*Wholesalers*).

Los **distribuidores mayoristas** o *wholesaler* tienen gran capacidad de compra y negocian una rebaja al precio de lista, adquieren grandes cantidades de medicamentos para luego vender y distribuir a las farmacias minoristas. Entre los principales distribuidores en Estados Unidos se encuentran McKesson Corp., AmerisourceBergen y Cardinal Health Inc., que en conjunto acaparan el 90% del mercado norteamericano.

La **farmacia minorista** adquiere los productos a través de los distribuidores mayoristas y establecen los precios de venta al consumidor final. Las farmacias minoristas pueden ser grandes cadenas como Walgreens, CVS Pharmacies, Rite Aid, como también cadenas menores o farmacias independientes. Estos venden los medicamentos directamente a los individuos.

Los **consumidores** o pacientes son personas que compran medicamentos, normalmente bajo prescripción médica. Generalmente, los clientes tienen cobertura médica, típicamente aquellas brindadas por sus empleadores. El seguro médico, entre otras cuestiones, suele ofrecer distintos tipos de cobertura por sus medicamentos, por lo que el consumidor le paga a la farmacia una fracción o copago del valor del medicamento. Si el consumidor no cuenta con cobertura debe pagar el precio completo.

Existen diversos tipos de **aseguradores médicos** como compañías de seguro públicas o privadas, agencias públicas gubernamentales como Medicaid o Medicare, u otras comerciales de salud. Estas se encargan de brindarle cobertura a los clientes ante la compra de medicamentos y son los responsables de reembolsar a las farmacias minoristas el remanente del copago por los medicamentos prescritos. Sin embargo, esto no es tan simple y aquí es donde comienza a complejizarse la cadena de pagos. Las aseguradoras contratan a *PBMs* que actuarán como *middle man* o intermediario entre los productores farmacéuticos y las aseguradoras, y también entre las farmacias y las aseguradoras.

Los **PBM** (*Pharmacist Benefit Manager*) son empresas que gestionan beneficios de los medicamentos recetados en nombre de las aseguradoras de salud, planes de medicamentos como Medicare Part B, grandes empresas y otros pagadores. Estos se encargan de negociar rebajas o *rebates* a los productores de medicamentos, quienes le pagan parte de los ingresos generados por la venta de medicamentos. Distintos PBMs pueden negociar distintos montos de rebaja para los mismos medicamentos. A cambio, los PBMs crean formularios que incluyen los medicamentos que cubrirán las aseguradas a sus clientes, con distintos niveles. Mientras más arriba en el formulario, mayor cobertura es la que ofrecerán al cliente, reduciendo el monto que deben desembolsar y reduciendo el costo que paga la aseguradora. Importante destacar que mayor cobertura implica mayor consumo por parte de los clientes. Los PBMs pueden pasarle una fracción o la totalidad de la rebaja conseguida, o incluso quedarse con la totalidad de la misma, de esta forma se generan sus ganancias. Entre los principales PBMs se encuentran CVS Caremark, Express Scripts y OptumRx, y combinados acaparan el 70% del mercado.

El ciclo finaliza con el reembolso a la farmacia. En muchas ocasiones las farmacias le reclaman el reembolso a los PBMs y estos pagan la tasa de reembolso, para luego reclamarle a las aseguradoras que le reembolsen el pago realizado, con un adicional por los servicios. Los montos reembolsados ya sea directamente por PBMs o por los programas gubernamentales pueden ser variados y complejos de determinar. Por ejemplo, en el caso de Medicaid, pagan en base al menor valor entre el *Actual Acquisition Cost* (AAC), *Maximum Acquisition Cost* (MAC) o *Federal Upper Limit* (FUL). El **AAC** es la determinación por parte de la agencia estatal Medicaid de los precios reales pagados por las

farmacias a los productores y se utiliza como *benchmark* para fijar el pago de ciertos medicamentos. El **MAC** es la tasa de reembolso máxima establecida por los estados por encima del **FUL**, este último es el precio límite establecido en base al precio promedio pagado a los productores.

3.2 Problemática Actual

En teoría, la existencia de los *PBMs* tiene como propósito mejorar el sistema de precios de drogas, beneficiando a los pacientes para obtener mayor accesibilidad a medicamentos, reducir los costos de las aseguradoras, limitar el gasto estatal en medicamentos y determinar el pago a las farmacias.

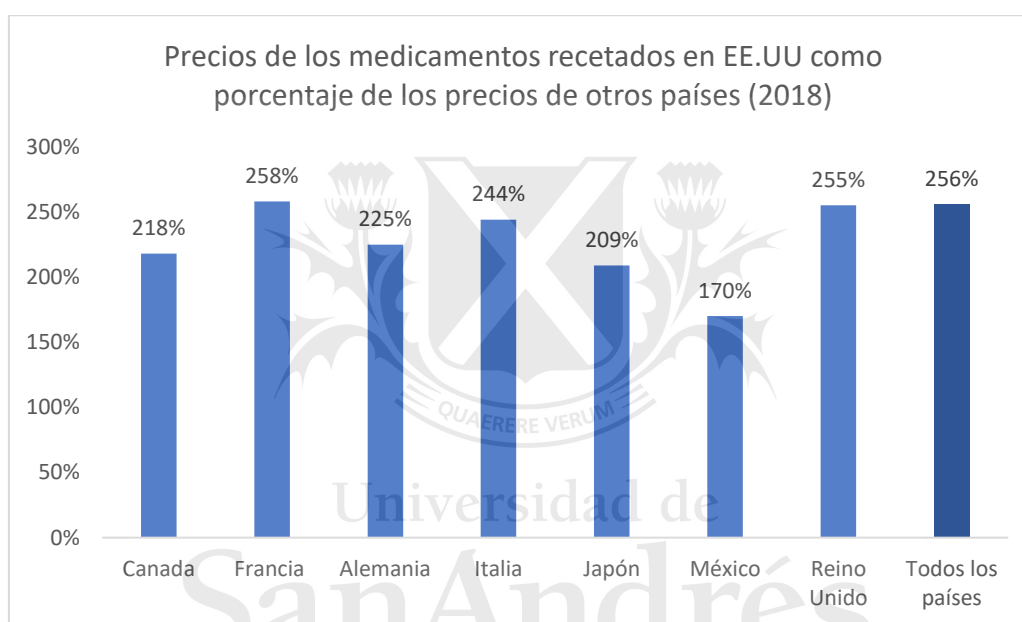
En la práctica, el sistema ha perdido transparencia durante los últimos años y ha tenido impactos significativos en los distintos actores del mercado, haciendo que se ponga en discusión la finalidad del pago de rebajas a los *PBMs*. Es probable que un cliente no pague la misma cantidad de dinero por el mismo medicamento que otra persona en la fila. Los precios de ciertos medicamentos han crecido de manera exorbitante en los últimos años generando un descontento generalizado en la población por la inaccesibilidad a los medicamentos. Tal es el impacto de la problemática actual entorno a los medicamentos, que incluso durante la presidencia de Donald Trump se ha intentado limitar, sin éxito, las rebajas pagadas a los *PBMs*.

El diario NY Times, en diciembre de 2017, publicó una noticia en la que entrevista a tres individuos que, contando con planes de seguro médico, tuvieron que pagar un precio más alto por un medicamento recetado en su farmacia de confianza, mientras que en otra farmacia lo vendían a un precio más barato. El primer caso lo sufre un ciudadano de 72 años. Sucedió en una farmacia de Walgreens, donde fue a adquirir Crestor, un medicamento para combatir el colesterol, con prescripción de Medicare. A partir del plan de su aseguradora UnitedHealthcare, le comentaron que debía pagar unos \$83,94. Como el precio le pareció muy elevado, buscó en la página web de una farmacia más pequeña, Blink Health, y descubrió que podía adquirir el mismo medicamento por \$45,89. El segundo caso involucra una señora de Nueva Jersey de 55 años con un problema similar al anterior. Su seguro médico, otorgado por su empleador, tenía beneficios manejados por la PBM CVS Caremark. Ante un aumento repentino en el precio del medicamento que solía comprar en CVS, decidió investigar precios en otras farmacias. El medicamento que necesitaba para tratar rosácea en la piel paso de valer \$75,07 a \$99,03. Finalmente, halló que en GoodRx ofrecían el mismo medicamento con prescripción por \$75,57. El último caso fue experimentado por una trabajadora médica social retirada de Carolina del Norte. Se acercó a una farmacia para comprar una droga genérica llamada Celebrex, para combatir artritis, usando su plan médico de Medicare manejado por SilverScript. El precio que debía pagar era de \$96,89 mientras que si pagaba en efectivo le saldría \$72,25. “Los consumidores también pueden pagar más si están cubiertos por planes que les exigen pagar un co-pago fijo, sin importar el precio en efectivo.”

El sistema tiene poca transparencia. Las cifras que los productores pagan como rebajas a los *PBMs* no son de público conocimiento, tampoco lo son los contratos que firman los *PBMs*, productores y

farmacias. Recordemos que tres principales PBMs tienen el 70% del mercado, acumulando gran poder de negociación. Estos pueden exigir mayores rebajas a los productores, quienes tienen incentivos para posicionar sus productos más arriba en el formulario porque normalmente son los elegidos por los consumidores. Los productores establecen precios de lista cada vez más altos para poder pagar mayores rebajas, especialmente en medicamentos de marca. Cabe destacar que no existe una ley que limite los precios establecidos y está prohibida la compra de medicamentos en el exterior. Como consecuencia, los medicamentos en Estados Unidos pueden llegar a ser hasta un 250% más costosos que en el resto del mundo. En el gráfico a continuación podemos observar los precios de todos los medicamentos por prescripción, incluidos genéricos y de marca, como porcentaje de los precios de otros países del mundo, con información al 2018.

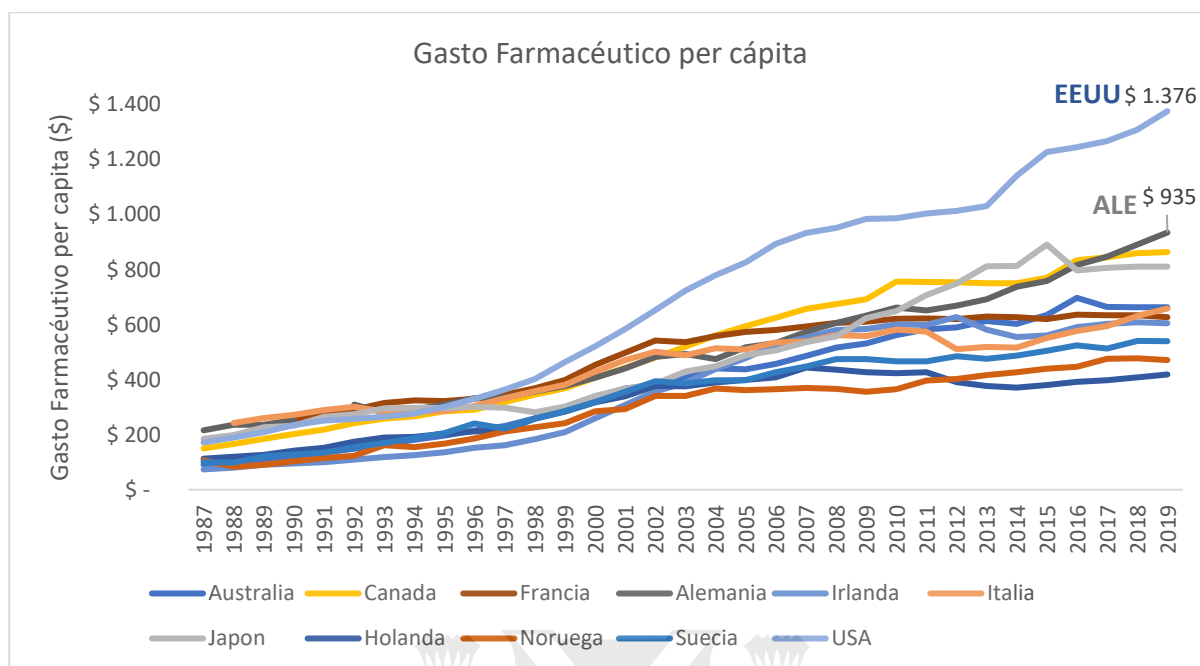
Gráfico 12 – Precio de medicamentos en Estados Unidos en relación con otros países



Fuente: Rand Corporation en base a IQVIA MIDAS (2018).

Estados Unidos es el país con mayor gasto farmacéutico per cápita, con un gasto promedio de \$1.376 al 2020. El país que lo sigue en gasto per cápita es Alemania, con un nivel de \$935. El elevado gasto per cápita en comparación a otros países desarrollados, comenzó a partir de mediados de la década del 90. Previamente, Estados Unidos tenía un gasto similar a otros países como Australia, Alemania, Canadá y a partir de 1995 el gasto farmacéutico comenzó a aumentar a un ritmo mucho mayor que el resto de los países, que se mantuvo hasta la actualidad. En el gráfico a continuación, podemos observar la tendencia de gasto per cápita de Estados Unidos en comparación con otros países desarrollados.

Gráfico 13 – Gasto farmacéutico per cápita por país



Fuente: OECD.

Al 2018, el total de unidades de medicamentos bajo prescripción fue de 1.016 billones de unidades en los 32 países de la OECD, y por un total de ventas de \$795 billones. Las ventas de Estados Unidos fueron de \$465 billones, es decir un 58% de las ventas totales de los 32 países en cuestión. En cuanto a las unidades vendidas, la participación de Estados Unidos fue de un 24%. Comparativamente, las unidades vendidas de Japón fueron de similar magnitud al país norteamericano por un 21% del total. Sin embargo, el total de la participación de sus ventas fue de 9,2% del total, es decir, casi 5 veces menor. Esto demuestra que los precios de Estados Unidos están ampliamente inflados y su elevado gasto no se debe a un elevado consumo de medicamentos, sino a la amplia diferencia en los precios. A continuación, podemos observar la tabla con el listado de países y su respectiva participación en ventas y volumen de medicamentos:

Tabla 1 – Cuota de mercado de los medicamentos con receta

Cuota de mercado de los medicamentos con receta por ventas y por volumen				
	Ventas (en billones de dólares)	Volumen (en billones de unidades estándar)	Cuota de ventas (%)	Cuota de volumen (%)
Todos los países	795,2	1016,2	100	100
Estados Unidos	464	243,4	58,4	24
Todos los países, excluyendo EE.UU	331,2	772,7	41,6	76
Japón	73,2	213,7	9,2	21,0
Alemania	39,9	58,4	5,0	5,7
Francia	31,3	50,0	3,9	4,9
Italia	30,7	43,7	3,9	4,3
Reino Unido	23,7	60,5	3,0	5,9
Otros países OECD	198,8	426,3	25	41,8

Fuente: Rand Corporation en base a IQVIA MIDAS (2018).

3.3 Posición Competitiva de la Compañía

La industria del *retail* farmacéutico es sumamente competitiva y dinámica y ha experimentado una consolidación importante en los últimos años. Los medicamentos con receta desempeñan un rol importante en la salud y constituyen la primera línea de tratamiento para muchas enfermedades y en el aumento de esperanza de vida.

Walgreens ofrece principalmente medicamentos por prescripción, pero también otros productos de consumo general. Por lo tanto, compete con varios minoristas locales, regionales, nacionales, incluyendo cadenas de farmacias y farmacias independientes, proveedores de recetas por correo, tiendas de comestibles, comercios de masas, farmacias y minoristas online, almacenes y tiendas de descuento. El sector de distribución mayorista compete con importantes mayoristas que abarcan la mayor parte del mercado.

Según la revista IQVIA, existen 60.033 establecimientos farmacéuticos en el territorio de Estados Unidos al 2021, de los cuales 29.000 pertenecen a cinco corporaciones: CVS, Walgreens, Walmart, Rite Aid y The Kroger Company. A continuación, podemos observar un listado con las 15 principales empresas en Estados Unidos:

Tabla 2 – Ranking de compañías por empleados farmacéuticos

Ranking	Compañía	Empleados rubro farmacéutico EE.UU	Locales en EE.UU	Ventas Totales (millones)
1	Walgreens Company	49,614	8,965	\$ 132,509
2	CVS Health	41,022	10,279	\$ 290,912
3	Walmart Stores, Inc	19,105	5,185	\$ 559,171
4	Rite Aid Corp	10,394	2,432	\$ 24,043
5	The Kroger Company	8,558	2,246	\$ 132,498
6	Amerisourcebergen Corporation	5,913	2,252	\$ 213,988
7	Publix Super Markets, Inc	5,219	1,200	\$ 47,966
8	Albertsons Companies, Inc	4,944	1,705	\$ 69,690
9	McKesson Corp	4,202	1,612	\$ 238,228
10	H E B Texas Grocery	2,150	284	ND
11	Coscto Wholesale Corp	2,098	547	\$ 195,929
12	Ahold Delhaize, USA	1,567	537	\$ 75,601
13	Cardinal Health, Inc	1,240	495	\$ 162,497
14	Hy Vee, Inc	1,063	296	ND
15	Meijer Great Lakes L.P.	935	261	ND

Fuente: Elaboración propia en base IQVIA y Capital IQ.

Como hemos mencionado anteriormente, el principal competidor de Walgreens es CVS Health y supera a Walgreens en cantidad de locales en Estados Unidos. Sin embargo, Walgreens cuenta una con una mayor cantidad de empleados farmacéuticos. Las ventas de CVS alcanzan los \$290 mil millones superando los \$132 mil millones de Walgreens, ya que también ofrece otros servicios de salud como seguros médicos, clínicas y cuenta con su propio PBM con una participación del 34% del mercado. Esta última es una gran ventaja competitiva con respecto a Walgreens. Otros competidores como Walmart y Costco tienen ventas por \$559 mil millones y \$195 mil millones, aunque su negocio principal es la venta minorista de productos de supermercado, accesorios y mercadería general.

En noviembre 2020, Amazon lanzó Amazon Pharmacy ofreciendo servicios de farmacia exclusivamente online. Amazon es una compañía de comercio electrónico que ha revolucionado el e-commerce mundial los últimos años, amenazando la subsistencia de múltiples negocios tradicionales como la venta de autos, libros, electrodomésticos, consumibles, etc. Amazon Pharmacy ofrece entrega a domicilio de medicamentos gratis en 2 días a sus suscriptores de Amazon Prime. Si bien es muy reciente su entrada al mercado farmacéutico y su impacto aún no es del todo cuantificable, no hay duda de que es una amenaza para los negocios tradicionales, sobre todo para las pequeñas farmacias con bajo poder de negociación.

Modelo de las cinco fuerzas de Porter:

- Barreras de entrada:

La amenaza de nuevos competidores al negocio tradicional de locales de *retail* es bajo. Walgreens tiene una presencia sumamente consolidada en el territorio de Estados Unidos, en todo tipo de

sectores y una amplia red de 85 mil especialistas, empleados farmacéuticos, enfermeros, y proveedores de servicios sanitarios, como también cuenta con economías de escala. La aparición de nuevos competidores requeriría altos niveles de inversión para afrontar altos costos operativos, de investigación y desarrollo. Sin embargo, aún se desconoce el impacto que tendrá Amazon Pharmacy y una posible disrupción en el mercado tradicional.

- Proveedores:

Walgreens cuenta únicamente con un solo proveedor mayorista de medicamentos de marca y genéricos: AmerisourceBergen, el poder de negociación del mismo es moderado. Las relaciones comerciales con AmerisourceBergen son estrechas, y cuentan con numerosos acuerdos comerciales. Además, Walgreens tiene una participación del 28% de las acciones de la Compañía y ejerce control sobre la misma, ya que nombró un miembro en la junta directiva. A su vez, Walgreens es el principal cliente de AmerisourceBergen. Por lo tanto, existe una dependencia mutua y se espera que lleguen acuerdos beneficiosos para ambos en el futuro.

- Clientes:

El poder de negociación de los clientes es muy alto. Como explicamos anteriormente, el consumidor final no tiene casi influencia en la determinación de los precios a pagar ya que su copago lo determina el PBM. Se firman contratos anticipadamente con los PBMs quienes tienen mayor poder de negociación sobre la tasa de reembolso y presionan a la baja. Recordemos que el 97% de las ventas farmacéuticas dependen de terceros pagadores como PBMs y agencias gubernamentales, y el 70% del mercado está concentrado en tres PBMs con mucho poder de negociación.

- Sustitutos:

La amenaza de productos sustitutos es muy baja. Los medicamentos son fundamentales en la salud de las personas y Walgreens ofrece amplia variedad de medicamentos, ya sean genéricos o de marca. La aparición de nuevos medicamentos también beneficia la ampliación de la oferta. Los alimentos, consumibles y mercadería también son gastos básicos en la vida de las personas.

- Competencia:

El nivel de competencia en la industria es alto. Los productos que vende Walgreens se pueden conseguir en otras farmacias, supermercados y almacenes. Para mantenerse competitivo, tiene que ofrecer valor en la experiencia al consumidor, en el asesoramiento profesional, en la facilidad para conseguir medicamentos, y aplicaciones. También debe firmar acuerdos competitivos con los PBMs, para que al cliente le sea conveniente adquirirlos en Walgreens. En cuanto a productos generales de *retail*, Walgreens tiene que competir contra grandes empresas como Walmart, Kroger y Costco, con amplia cuota de mercado, y tiendas que ofrecen descuentos y promociones a gran escala.

3.4 Situación Económica Actual

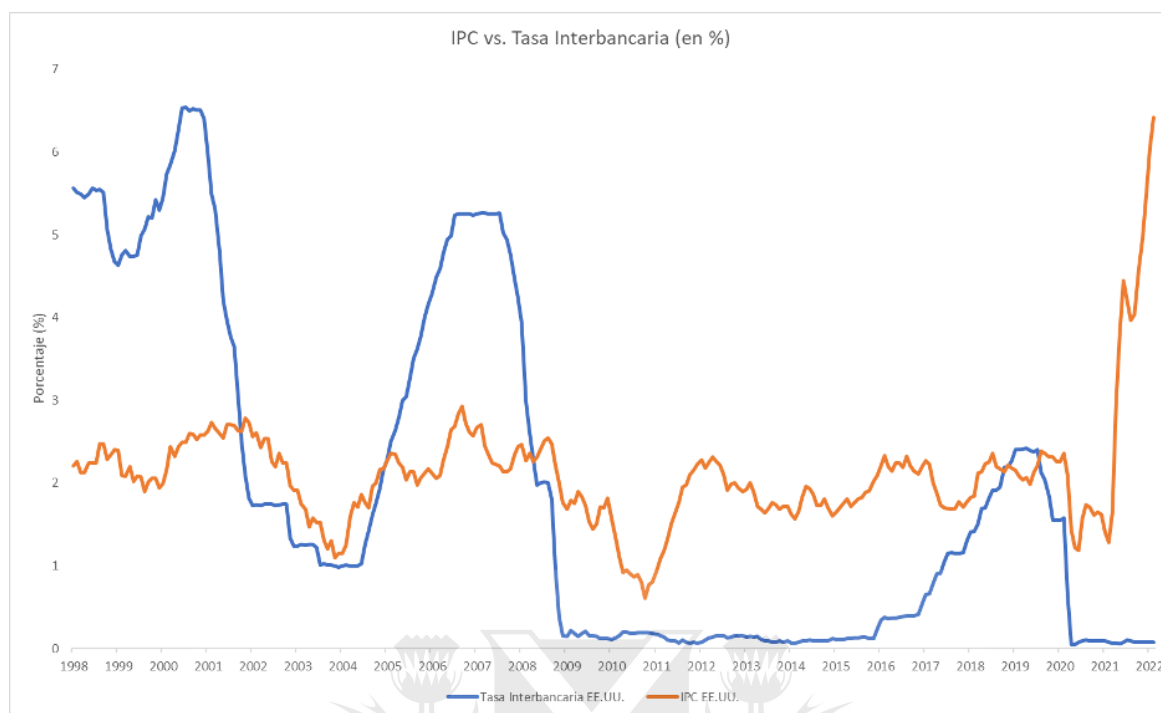
La pandemia del coronavirus ha golpeado fuertemente a la economía tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo. Las medidas empleadas por las autoridades gubernamentales con respecto al encierro llevaron a muchos negocios a cerrar y la actividad global se desplomó. La tasa de desempleo alcanzó niveles históricos, superando el 14% de la población norteamericana, lo que rompió con el progreso de los últimos 10 años de restaurar el nivel óptimo de desempleo. El PIB cayó más de un 30% en el segundo trimestre de 2020.

La rápida recuperación económica logró mitigar muchos de los daños ocasionados por el COVID-19. En el tercer trimestre de 2020, el PIB recuperó el 30% perdido el periodo anterior y los trimestres siguientes mantuvieron un crecimiento alrededor del 5%, influenciados, principalmente, por el consumo personal. El tercer trimestre de 2021 hubo una desaceleración en el crecimiento del PIB. El consumo personal creció en menor medida que lo había hecho anteriormente y, el aumento de las importaciones y la caída de las exportaciones, redujeron en gran medida el crecimiento.

La tasa de desempleo alcanzada en abril del 2020 había sido del 14,7%, cifra récord, que llevó a más de 20 millones de personas a perder su trabajo. Dos meses atrás, la cantidad de desempleados en Estados Unidos se encontraba alrededor del 3,5% de la población (5,7 millones de personas). A partir de mayo, la cifra ha ido disminuyendo notablemente gracias a la efectiva creación de empleo. El mes de junio de 2020 superó la incorporación de 4 millones de nuevos puestos de trabajo. En 2021, julio fue el mes más efectivo, superando por poco el millón de nuevos empleados. Para noviembre, la tasa de desempleo del país alcanzó un 4,2% o 6,9 millones de personas. Los datos en relación al empleo se mantienen sólidos, aunque todavía no se alcancen los niveles pre-pandemia. La tasa de empleo sobre población de personas entre 24 y 54 años sigue mejorando. Alcanzó un 78,8% en octubre y, según Moody's, una economía con empleo completo debería tener un nivel del 80%.

La inflación alcanzó niveles máximos luego de 39 años. El Índice de Precios al Consumidor (IPC o CPI por sus siglas en inglés, *Consumer Price Index*), que mide el costo de todos los bienes y servicios, fue del 6,8% anualizado en el mes de noviembre. Esto se debió a los desequilibrios entre la oferta y la demanda. Por un lado, el estímulo fiscal y monetario, combinado con tasas de interés cercanas a cero que redujeron el desempleo. Por otro lado, los acontecimientos mundiales que hicieron subir los precios del petróleo y el gas, combinado con las interrupciones en la cadena de suministro, contribuyeron al aumento en la inflación.

Gráfico 14 – Índice de precios al consumidor y tasa interbancaria americana



Fuente: Elaboración propia en base FRED.

En noviembre, la Reserva Federal comenzó a disminuir la compra de activos, política que habían llevado a cabo tras la pandemia para apoyar a los mercados financieros y proteger la economía ante una contracción más severa. El comité señaló que la inflación sería transitoria y se prevé que en 2022 las tasas van a aumentar. Proyecciones por parte de los oficiales de la Fed sostienen que el PIB se estabilizará en los próximos años, la tasa de desempleo se mantendrá constante cerca del 4% y que la inflación podría alcanzar niveles un poco elevados inicialmente.

El déficit fiscal estadounidense pasó de \$3,13 trillones en 2020 a \$2,77 trillones en 2021. Los niveles siguen siendo históricos, debido al estímulo llevado a cabo por el gobierno. Las recaudaciones impositivas entre octubre y noviembre aumentaron un 26% en comparación con el mismo periodo del año anterior, alcanzando récords en la recaudación. El aumento refleja una mejora económica influenciada por ganancias empresariales y millones de personas volviendo a trabajar, lo que reanuda los pagos impositivos que habían sido deferidos en 2020.

Los rendimientos de bonos del Tesoro americano habían incrementado todos los meses en lo que iba del 2021, salvo el tercer trimestre. Esto se debió a varias razones, desde problemas técnicos a miedo de que la inflación fuerce a la Fed a subir las tasas repentinamente, para desacelerar la economía.

El COVID-19 sigue vigente, con distintas variantes como la Delta o la Ómicron esparciéndose rápidamente, lo que podría significar nuevas medidas por parte del gobierno y nuevos problemas económicos mundiales.

4. ANÁLISIS FINANCIERO

4.1 Análisis de la situación Patrimonial

En el Anexo 1 se expone el estado de situación patrimonial al 31 de agosto de cada año para el periodo entre 2017 y 2021, a nivel consolidado y expresado en millones de dólares exceptuando acciones y cantidades por acción. El Anexo 2 presenta el balance porcentualizado.

4.1.1 Composición del Activo

El primer componente del Activo es la “Caja y Equivalentes” e incluye efectivo en mano e inversiones de alta liquidez, con madurez menor a tres meses. La “Caja y Equivalentes” representaron el 5% de los activos en 2017 y luego se mantuvieron estables cercano al 1% entre los años 2018 y 2021, resultando en un promedio de 1,9% de los activos en los últimos 5 años. Mantener niveles de liquidez estables es un factor determinante para que la firma honre sus obligaciones, tenga capacidad de distribuir dividendos y haga frente a sus necesidades de capital para la expansión del negocio en el corto y el largo plazo. Walgreens paga dividendos en efectivo cada trimestre desde el año 1933. Durante el año fiscal 2020 y 2021 se pagaron dividendos en efectivo por \$1.700 y \$1.600 millones respectivamente. En enero de 2018 la Compañía autorizó un programa de recompra de acciones por \$10.000 millones, monto que fue alcanzado en un 80% y luego pausado en el año 2020. Durante el 2020 y 2021, las inversiones y adquisiciones ascendieron a \$718 y \$1.431 millones respectivamente, mientras que las inversiones en propiedades, plantas y equipos ascendieron a \$1.370 millones para ambos períodos. Walgreens desembolsó \$3.687 millones para el rescate de deuda anticipada.

Siguiendo con “Cuentas a Cobrar”, las mismas se presentan netas de provisiones de incobrables y consisten principalmente en importes adeudados a clientes y terceros proveedores como, por ejemplo, organismos gubernamentales o gestores de prestaciones farmacéuticas. Estas representan una proporción importante del activo y promediaron un 9,1% en los últimos 5 años. Desde el año 2019 hasta el 2021, se observa una disminución en el monto de cuentas a cobrar desde \$7.226 millones hasta \$5.663 millones y, considerando que durante dicho período el nivel de ventas fue creciente desde \$120 mil millones hasta \$132 mil millones, esto implica que Walgreens ha sido más eficiente en la recolección de las cuentas a cobrar impactando en menores necesidades de capital de trabajo.

Entre los “Inventarios” se incluyen los costos de los productos, fletes de entrada, mano de obra directa, costos de almacenamiento para las operaciones de farmacia minorista y distribución de productos. Walgreens adquiere la mayoría de los medicamentos por medio de AmerisourceBergen, mientras que mercadería general, la proveen numerosos proveedores domésticos y extranjeros. Se utilizan distintas técnicas de gestión de inventarios, incluyendo la previsión y planificación de la demanda y distintas formas de gestión de la reposición. La Compañía suele financiar sus necesidades de inventario con fondos generados internamente y deuda de corto plazo. Al igual que en el rubro

de “Cuentas a Cobrar”, se puede observar una tendencia a la baja en el volumen de inventarios, en un contexto creciente de ventas, desde \$9.333 millones en 2018 a \$8.159 millones en 2021, lo que significa una mayor eficiencia en el manejo de inventarios y disminución de necesidades en capital de trabajo. Esto se debe a los acuerdos con AmerisourceBergen, ya que este se encarga del almacenamiento, reduciendo el depósito y distribución propia por parte de Walgreens.

Las “Propiedades, Plantas y Equipos” se contabilizan al costo menos la depreciación acumulada, mientras que las reparaciones que prolongan la vida útil de un activo se capitalizan. Durante los últimos 5 años las “Propiedades, Plantas y Equipos” representaron el 18,3% del Activo. En conjunto con Activos por Derecho de Uso en arrendamiento operativo o “Leasings” conforman la mayor proporción dentro del Activo, alcanzando un 42% del mismo en el año 2021. En el año 2020 la Compañía adoptó las nuevas normas contables dispuestas por la FASB y comenzó a registrar los “leasings” en la hoja de balance. Esto impactó en un aumento de aproximadamente \$20.000 millones en los Activos por derecho de uso en arrendamiento operativo. En el año 2021, la compañía opera 8.965 tiendas y 5 farmacias especiales en el segmento de Estados Unidos y 4.031 tiendas en el segmento Internacional, cubriendo un total de 140 millones de pies cuadrados. La Compañía es propietaria solamente del 10% y 4% de aquellas locaciones estadounidenses e internacionales respectivamente. Operar tiendas bajo contratos de arrendamientos es un factor determinante para la expansión del negocio por varios motivos: Los arrendamientos permiten a la compañía no tener que desembolsar grandes cantidades de dinero para abrir una nueva tienda y operar en locaciones de alto valor, aumenta la flexibilidad para mudar locaciones, implica menores costos de reparación y la estructura de costos fijos permite previsibilidad en la planificación financiera de costos.

La cuenta “Goodwill” representa el exceso de precio de compra sobre el valor razonable de los activos adquiridos y las obligaciones asumidas en una combinación de empresas. Los activos intangibles son registrados contablemente al valor razonable. Los activos intangibles con vida útil indefinida junto con el fondo de comercio son evaluados anualmente para determinar si hubo un deterioro o *impairment*. Los activos intangibles están conformados por marcas, patentes, contratos, carteras de clientes y licencias. El valor razonable de una unidad se define utilizando el enfoque de ingresos y se estima basado en proyecciones de resultados, condiciones económicas y valor de mercado. Si el valor contable es superior al valor razonable, se reconoce una pérdida por deterioro y el activo se reduce al valor razonable estimado. En los últimos 5 años representaron un 24% del activo en promedio. Durante el año 2021, la compañía registró un deterioro de \$1.700 millones del fondo de comercio de Boots y de \$300 millones en marcas por el impacto del COVID-19 en el desempeño financiero.

Por último, las “Inversiones” corresponden a participaciones en otras sociedades de las cuales Walgreens tiene gran influencia, pero no control, y se contabilizan por el método de participación. Al 2021, Walgreens es tenedor del 28,5% de las acciones de AmerisourceBergen Corp. El valor razonable de dicha participación al 2021 era de \$7.200 millones y el valor de libros proporcional a la participación sobre los activos netos de AmerisourceBergen era de \$4.200 millones, la diferencia se contabiliza en Goodwill. Al 2021, Walgreens también tiene participación en otras sociedades como

Option Health Care, Village Medical y Shields Health Solutions, por un valor de \$2.500 millones. El valor de las inversiones fue creciente desde el 2017 hasta el 2020, y en el año 2021 se registra una caída por la pérdida de valor de sus inversiones en AmerisourceBergen. Las inversiones representaron, en promedio, un 9,3% del activo en los últimos 5 años.

4.1.2 Composición del Pasivo

Las cuentas comerciales están conformadas principalmente por deuda con los proveedores y representaron en promedio el 18,3% de los Pasivos y Patrimonio Neto en los últimos 5 años. En 2020 y 2021 el peso de los mismos sobre los Pasivos y Patrimonio Neto caen a valores cercanos al 16% por el significativo impacto de la contabilización de los pasivos por arrendamientos operativos. La tendencia del volumen de cuentas a cobrar es creciente, incluso en el 2020. En definitiva, Walgreens se apalanca cada vez más en sus proveedores.

La “Deuda Corto Plazo” abarca notas emitidas principalmente para financiar necesidades de inventario y representa tan solo el 3% del pasivo, en promedio, durante los últimos 5 años. La “Deuda Largo Plazo” es un instrumento utilizado para financiar inversiones en capital fijo para expansión del negocio e inversiones, también se emiten nuevas deudas utilizadas para pagar deudas anteriores (“rollover”). El monto de deuda se ha mantenido estable desde el 2017 hasta el 2020, emitiendo deuda equivalente a las obligaciones. En el 2021, Walgreens afrontó obligaciones netas por aproximadamente \$15.200 millones, rescató obligaciones anticipadamente por \$3.600 millones, y emitió deuda por \$12.700 millones, resultado en una disminución neta significativa de la deuda en comparación con el 2020.

Como mencionamos anteriormente, a partir del 2020 Walgreens comenzó a registrar contablemente los arrendamientos operativos. La contracara de los derechos de uso de activos operativos son las obligaciones por arrendamiento operativo y estas se registran como el valor presente de los pagos futuros, descontados a la tasa de endeudamiento incremental. Al 2021, los arrendamientos operativos de largo y corto plazo representan el 30,1% del Pasivo y Patrimonio Neto, una proporción significativa considerando que supera la participación del Patrimonio Neto por 0,8 pp y equivale a 3 veces el tamaño de la deuda financiera. Los arrendamientos operativos son la principal fuente de apalancamiento de los activos de la Compañía.

4.1.3 Composición del Patrimonio Neto

El patrimonio neto de Walgreens está compuesto principalmente por aportes de capital y ganancias retenidas netas de pérdidas del ejercicio y acciones en tesorería (recompras). Entre el año 2017 y 2020, el patrimonio neto disminuyó desde \$28.274 millones hasta \$21.836 millones, como resultado del programa de recompra de acciones iniciado en 2018 por un monto de hasta \$10.000 millones. En

el año 2021 el patrimonio neto aumentó a \$23.822 millones principalmente por un incremento en las ganancias retenidas. En simultáneo, el incremento de la deuda tanto financiera como la operativa hicieron que la proporción del Patrimonio Neto sobre la totalidad de los activos fuese disminuyendo sustancialmente. En el año 2020 la proporción del Patrimonio Neto cae casi 11 pp con respecto al 2019 por la incorporación de los arrendamientos al balance, sin embargo, la tendencia ya venía siendo decreciente en los años anteriores.

4.2 Análisis del Estado de Resultados

En el Anexo 3 se puede observar el estado de resultados al 31 de agosto de cada año para el periodo entre 2017 y 2021, a nivel consolidado, expresado en millones de dólares. El cuadro que le sigue presenta el estado de resultados porcentualizado.

La industria de la venta minorista se caracteriza por tener bajos márgenes de rentabilidad ya que los costos de la mercadería vendida representan un gran porcentaje de las ventas. La industria es sumamente competitiva, y los oferentes tienden a bajar los precios para mantenerse en el mercado y absorber mayor demanda. Sin embargo, el mayor riesgo que enfrenta Walgreens es la constante presión a la baja en las tasas de reembolso por parte de los terceros pagadores como PBMs y agencias gubernamentales.

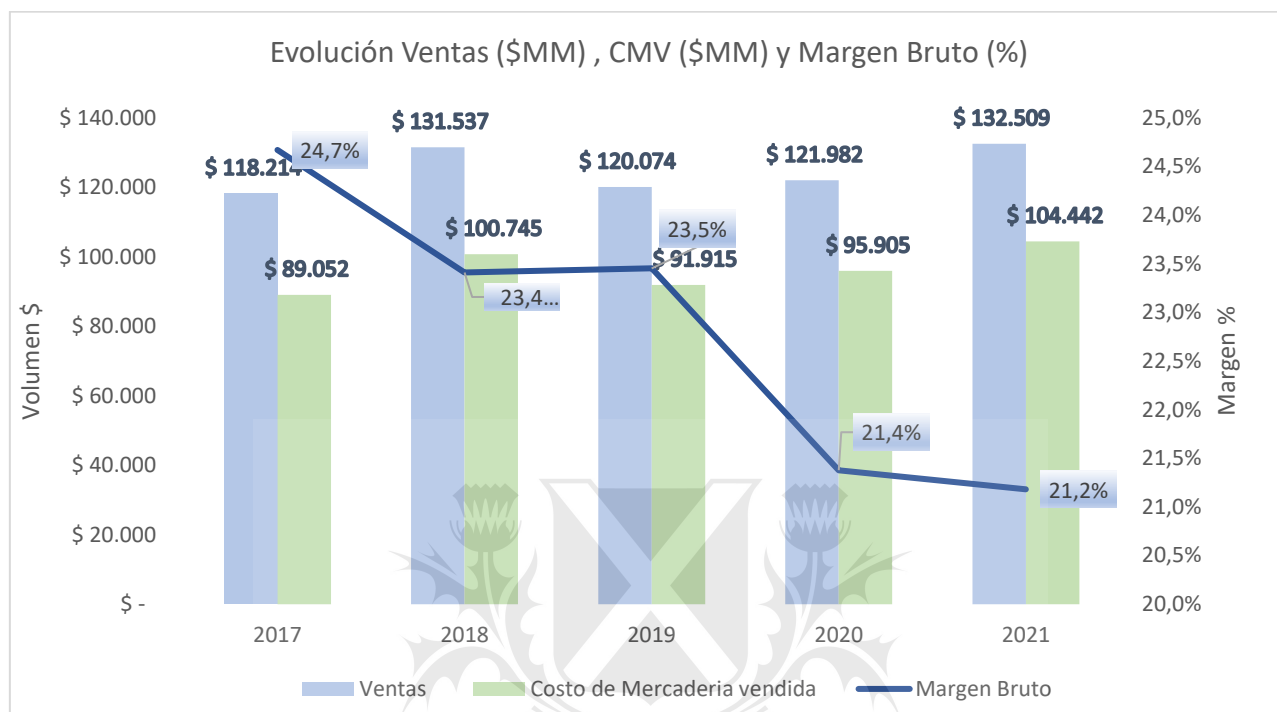
Los costos de mercadería de Walgreens incluyen principalmente el costo de los medicamentos adquiridos a los distribuidores mayoristas, como también servicios prestados, fletes, almacenamiento y obsolescencia de inventario. Los costos de mercadería vendida fueron crecientes, como porcentaje de las ventas, durante los últimos 5 años. En los años 2018 y 2019 los costos de mercadería vendida aumentaron 1 pp en comparación al 2017. Durante los años 2020 y 2021 los costos aumentaron 2 pp con respecto a 2019.

El aumento de costos se debe principalmente a la inflación, impulsada por la complejidad de la cadena de suministros y cadena de precios. Recordemos que los productores suben constantemente los precios para poder pagar mayores rebajas, por lo que aumenta su precio de lista. Sin embargo, las tasas de reembolso con los terceros pagadores se negocian de antemano y pueden ser inflexibles. En el caso de las marcas y las especialidades, el reembolso es bastante sencillo, es decir, el precio medio de venta al por mayor, menos un porcentaje, más una tasa de dispensación. En cambio, con los medicamentos genéricos, el pagador, como por ejemplo Medicaid o Medicare, establece precios fijos basados en fórmulas, como las explicadas anteriormente, y pagan el menor precio entre el MAC, FUL o AAC. Si bien actúan rápido para ajustar a la baja cuando hay disminución de precios, actúan lentamente cuando hay inflación de costos, impactando en menores ganancias brutas.

Como resultado, el margen bruto de Walgreens fue decreciente durante los últimos 5 años, desde el 24.7% de las ventas en 2017 hacia un 21,2% en 2021. Empresas comparables como CVS o Walmart

tienen márgenes brutos del 17% y 24% respectivamente, por ende, el margen Bruto de Walgreens es razonable.

Gráfico 15 – Evolución de las ventas, costos operativos y margen bruto de la Compañía



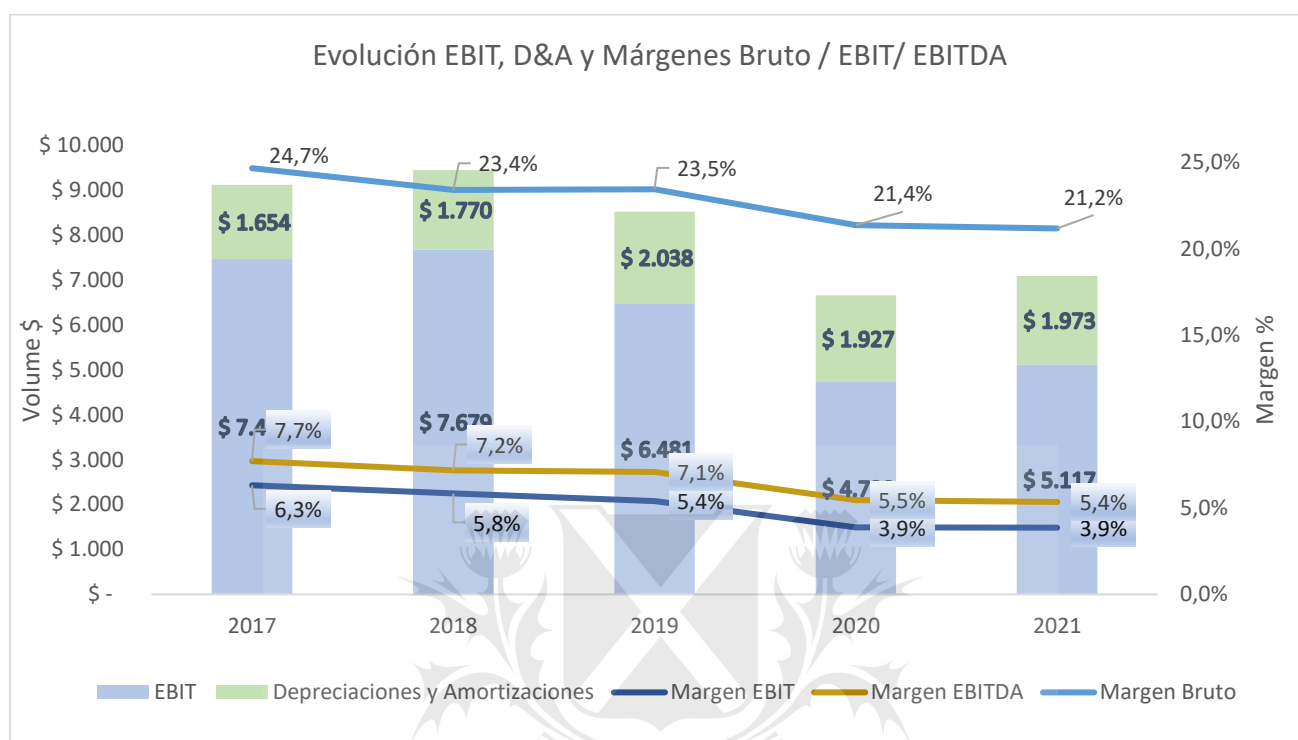
Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía y elaboración propia.

Los gastos de comercialización, generales y administrativos consisten en salarios, gastos y expensas relacionados a las tiendas, arrendamientos, depreciaciones y amortizaciones, y gastos de publicidad. Los costos fueron decrecientes como proporción de las ventas entre el 2017 y el 2021, producto de los esfuerzos de Walgreens en eficientizar los recursos utilizados. Tras la implementación del TCM en 2018, con propósito de optimizar la localización de tiendas y transformar capacidades tecnológicas, se planeó el cierre de 600 tiendas en Estados Unidos, mientras se adquirían ciertos activos de Rite Aid. Para el año 2018 Walgreens contaba con 350 mil empleados y 14.300 locales operando, cifras reducidas a 315 mil empleados y 13.000 locales operativos en el 2021. En 2020 se logra una reducción de los gastos, por la eficiente implementación del programa, alcanzando el 17,5% de las ventas, y se mantiene en el mismo nivel durante el 2021 ya que las mejoras del programa fueron contrarrestadas por el incremento de gastos y por los planes de vacunación contra el COVID-19. Las amortizaciones permanecen estables durante los últimos 5 años.

La combinación de costos de mercadería crecientes y gastos SG&A se mantienen estables en términos de ventas y producen que las ganancias operativas disminuyan directamente a medida que disminuye el margen operativo. Por otro lado, las depreciaciones y amortizaciones también permanecen estables durante los últimos años, por lo que el margen EBITDA decrece paralelamente

a medida que decrece el EBIT manteniendo un gap constante. El margen EBIT fue decreciente desde el 6,3% de las ventas en 2017 hacia el 3,9% en 2021.

Gráfico 16 – Evolución del EBIT, depreciación y amortización y, margen bruto, EBIT y EBITDA



Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía y elaboración propia.

El gasto en intereses e impuesto a las ganancias permanece estable durante los últimos años, y cada uno representa menos del 1% de las ventas. El margen neto fue decreciente en paralelo con la disminución del margen operativo, desde un 4,7% de las ventas en 2017 hacia un 3,2% en 2021. El margen neto, indicador de rentabilidad final del ejercicio fue fuertemente definido por el comportamiento creciente de los costos de mercadería vendida, ya que en líneas generales, tanto los gastos SG&A, los costos de la deuda y el gasto en impuestos fueron estables durante los últimos 5 años.

4.3 Ratios Financieros

Los *ratios* financieros son razones que proporcionan unidades contables y financieras de medida y comparación. La comparabilidad de los *ratios* financieros entre períodos nos permite analizar el estado de la Compañía, histórico y actual. A su vez, compararlos con otras compañías similares nos permite comprender que tan eficiente es en comparación a sus pares. A continuación, cuantificaremos *ratios* de Actividad, Rentabilidad, Liquidez y Solvencia, y Específicos de la Industria y luego los compararemos con la industria.

4.3.1 Ratios de Actividad

Los *ratios* de actividad nos permiten medir la eficiencia del manejo de los activos de una compañía. En líneas generales, los *ratios* de actividad de la industria del *retail* suelen ser más altos en comparación con otras industrias como manufactureras o telecomunicaciones.

Tabla 3 – Ratios de actividad

Ratios de Actividad						
Al 31 de Agosto	2017	2018	2019	2020	2021	Tendencia
Rotación de Activos (Ventas/Activo Promedio)	1,7x	2,0x	1,8x	1,6x	1,6x	Estable
Rotación de Inventarios (CMV / Inventario Prom.)	10,0x	10,9x	9,7x	11,1x	13,0x	Alza
Rotación Cuentas a Cobrar (Ventas/Ctas a Cobrar Prom.)	20,2x	24,4x	21,1x	27,0x	35,0x	Alza
Ciclo Conversión de Caja	6,4	1,5	-0,8	-0,9	1,4	Baja

Fuente: Elaboración propia.

La rotación de activos mide el valor de las ventas en relación con el valor de los activos. Este indicador puede ser utilizado para indicar la eficiencia de los activos en generar ventas. Se puede observar que el *ratio* de rotación de activos permanece estable durante los últimos 5 años en un valor promedio de 1,7x, oscilando entre 1,6x y 2,0x. Esto significa que por cada \$1 de activo, Walgreens generó \$1,7 de ventas en promedio.

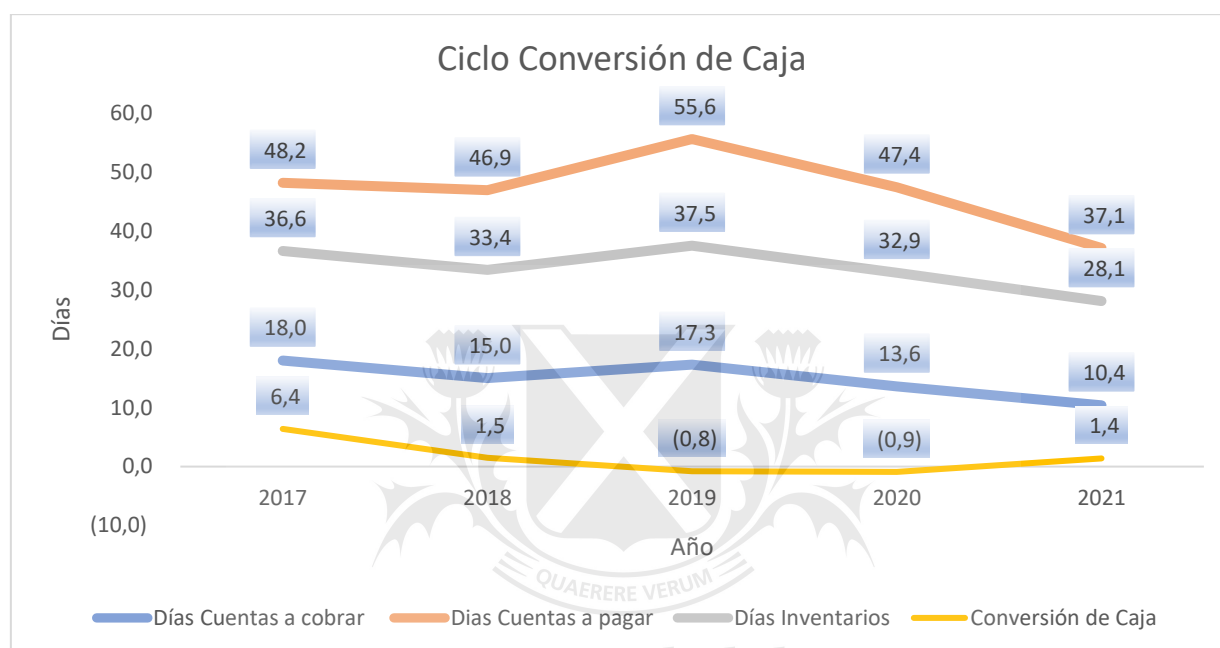
La rotación de inventarios mide la cantidad de veces que se han vendido y sustituido los inventarios en un año, o qué tan rápido se venden los mismos. Se puede observar que durante los últimos 5 años, la tendencia fue al alza, y la rotación de inventarios aumento de 10x en 2017 hasta 13x en 2021. Esto significa que Walgreens es más eficiente en vender sus inventarios. El principal motivo del aumento en la eficiencia es en los acuerdos de distribución con AmerisourceBergen, que le permiten a la Compañía menor costo de almacenamiento e inventarios. Una mejora en el *ratio* significa una ventaja competitiva para una empresa de la industria de *retail* ya que al vender más rápido los inventarios evita eventuales pérdidas por sobre almacenamiento y desperdicio de productos.

La rotación de cuentas a cobrar mide la eficiencia de una empresa en recolectar los créditos que le otorga a sus clientes. Generalmente, los *ratios* de la industria del *retail* suelen ser más altos en comparación a otras industrias, ya que una porción de sus ventas se realizan al consumidor final, y este suele pagar al contado o con tarjetas de crédito, por lo que suelen tener menor volumen de cuentas a cobrar. Se puede observar durante los últimos 5 años, la tendencia de la rotación de cuentas a cobrar fue al alza, desde 20,2x en 2017 hasta 35x en 2021. Esto significa que Walgreens es más eficiente en recolección de cuentas a cobrar.

El ciclo de conversión de caja es una medida que expresa la cantidad de días que le lleva a una empresa convertir sus compras de inventario en flujo proveniente de sus ventas. Otra forma de interpretarlo es la cantidad de días que cada dólar destinado a insumo permanece inmovilizado en el proceso de producción. Esta medida considera tres elementos importantes, la cantidad de días de inventarios, cantidad de días de cuentas a cobrar y cantidad de días de cuentas a pagar. Para obtener

la medida, se suman los días de inventarios, de cuentas a cobrar y se restan los días de cuentas a pagar. Se observa una tendencia a la baja del ciclo de conversión de caja desde el un nivel de 6,4 días en 2017 hacia 1,4 días en 2021. El principal motivo de la disminución del ciclo de conversión de caja es la mayor eficiencia de rotación de inventarios y cuentas a cobrar mencionadas anteriormente. Es un aspecto positivo mejorar el ciclo de conversión de caja ya que significa una mayor liquidez para la operatoria de la compañía y una menor necesidad de financiamiento.

Gráfico 17 – Ciclo de conversión de caja



Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico se observa que la disminución del ciclo de conversión de caja está impulsada por una eficiente reducción de días de inventarios y una mejora en la recolección de las cuentas a cobrar, a su vez, con un aumento en el periodo de pago de cuentas a pagar a proveedores.

4.3.2 Ratios de Rentabilidad

Los *ratios* de rentabilidad son métricas que se utilizan para evaluar la capacidad de un negocio en generar beneficios en relación a sus ingresos, costos de operación, activos del balance o fondos propios a lo largo del tiempo.

Tabla 4 – Ratios de rentabilidad

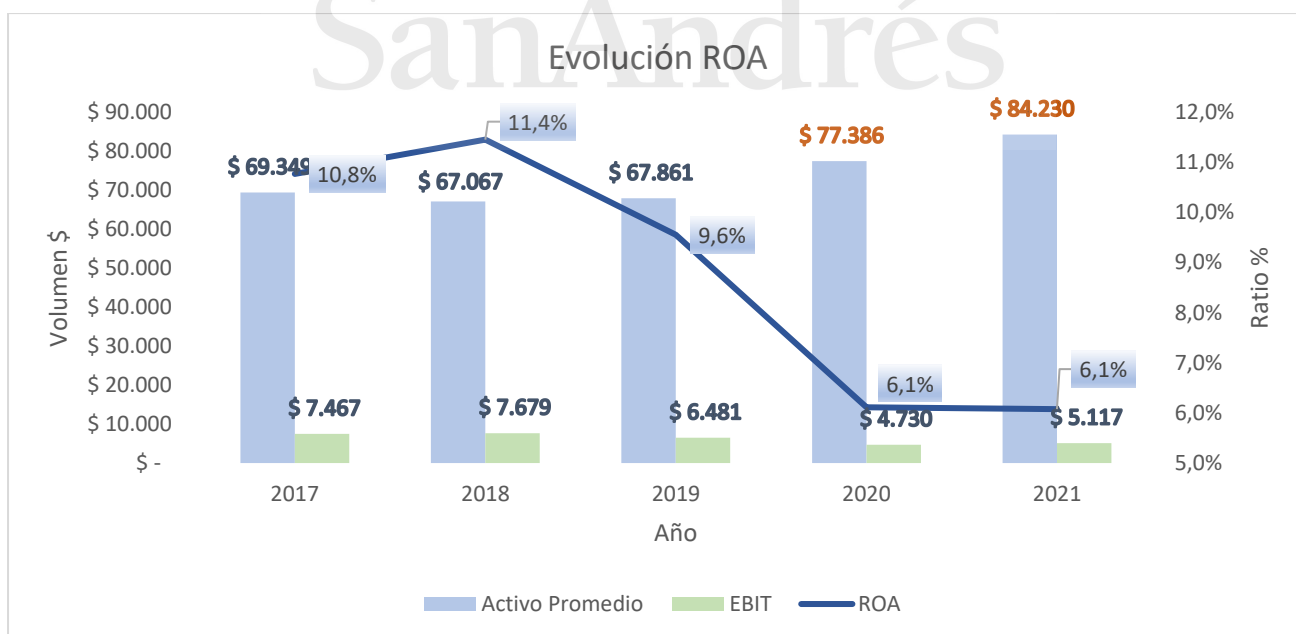
Ratios de Rentabilidad						
Al 31 de Agosto	2017	2018	2019	2020	2021	Tendencia
ROA	10,8%	11,4%	9,6%	6,1%	6,1%	Baja
ROE	18,8%	21,8%	20,3%	16,7%	18,9%	Estable
Margen EBIT	6,3%	5,8%	5,4%	3,9%	3,9%	Baja
Margen Neto	4,7%	4,6%	4,3%	3,1%	3,2%	Baja

Fuente: Elaboración propia.

El ROA (por sus siglas en inglés *Return on Assets*, o Retorno de los Activos) es un indicador de rentabilidad que surge del *ratio* entre el EBIT y los activos promedio en un período. Esta medida nos permite evaluar qué tan eficientes son los activos para generar ganancias. Se puede observar que la tendencia del ROA es bajista, ya que, si bien el nivel de activos varía levemente, se observa una tendencia a la baja del margen EBIT, con una incidencia por el empeoramiento de los resultados del 2020 debido al COVID-19. En el año 2021, Walgreens recupera niveles de rentabilidad levemente inferiores al del período entre 2017 y 2019. En los años 2020 y 2021 podemos notar un aumento significativo de los activos promedios, debido a que los años anteriores no se contabilizaban los activos por derecho de uso de arrendamientos. La incorporación de los arrendamientos al cálculo tendría una incidencia de \$20.000 millones aproximadamente. La combinación de un mayor activo y menor margen EBIT en los años 2020 y 2021, explican la caída del indicador ROA hasta un 6,1%.

El margen EBIT es un indicador utilizado para determinar la eficiencia de la compañía en generar ganancias operativas provenientes de sus ventas. El margen EBIT tiene una tendencia a la baja, moderada, desde un 6,9% de las ventas en 2017, hacia un 3,9% de las ventas en 2021.

Gráfico 18 – Evolución del ROA

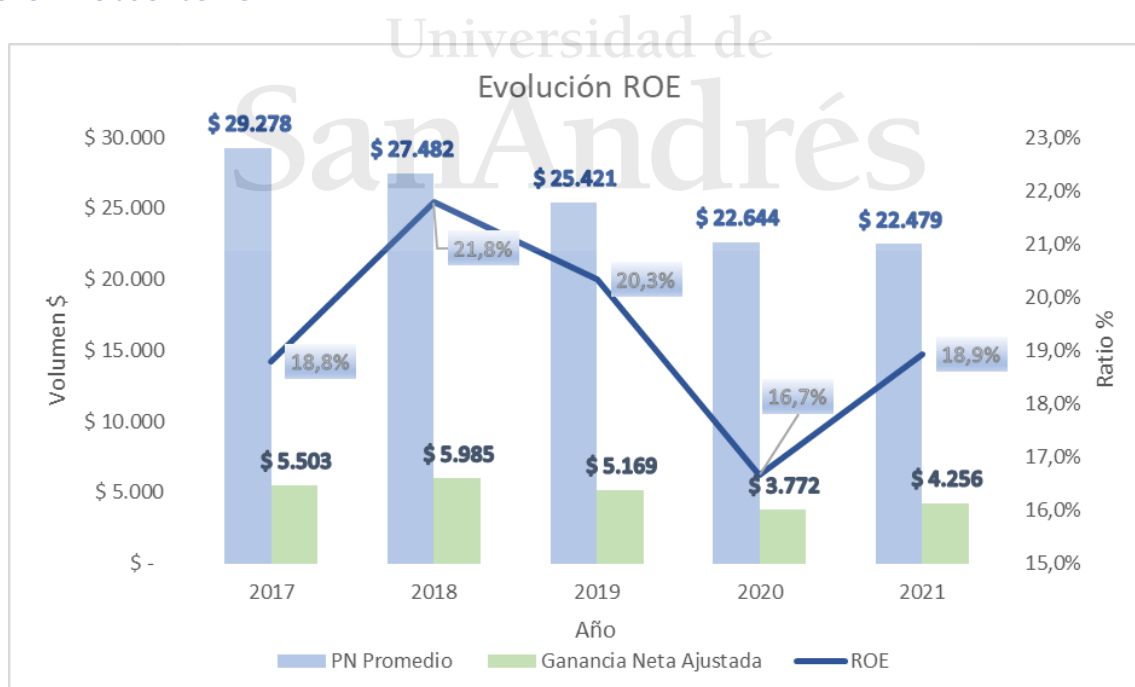


Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía y elaboración propia.

El ROE (por sus siglas en inglés *Return on Equity*, o Rendimiento del Patrimonio Neto) es un indicador de rentabilidad que surge del ratio entre la ganancia neta y el patrimonio neto promedio de un período. Esta medida nos permite evaluar que tan eficiente es el patrimonio neto de una empresa en generar ganancias netas. El comportamiento del ROE durante los últimos años es estable. El nivel de patrimonio neto disminuye gradualmente desde el 2017 al 2021 principalmente por una agresiva estrategia de recompra de acciones. Entre los años 2017 y 2019 se destinaron más de \$14.000 millones a la recompra de acciones, luego \$1.500 millones en 2020 y tan solo \$100 millones en 2021. Simultáneamente, la ganancia neta también fue gradualmente decreciente desde los \$7.467 millones en 2017 hasta los \$5.117 millones en 2021. Como hemos mencionado anteriormente, las tasas de reembolso impulsan el margen bruto a la baja, impactando en la ganancia neta de la Compañía. Adicionalmente, el desprendimiento del segmento mayorista implicó menor volumen de ingresos y, por ende, rentabilidad entre el 2019 y 2021. En definitiva, al tener tanto ganancia neta como patrimonio neto decreciente, el resultado del ROE permaneció estable. El ROE osciló entre el 18,8% y 21,8% durante los últimos 5 años, a excepción del año 2020, cuya ganancia neta disminuyó hasta los \$4.730 millones por los impactos del COVID 19 y el ROE disminuyó hasta 16,7%.

En cuanto al margen neto, este es un indicador utilizado para determinar la eficiencia de la compañía en generar ganancias netas provenientes de sus ventas, es decir, luego del pago de impuestos e intereses de las deudas. El margen neto también tiene una tendencia a la baja desde el 3,4% de las ventas en 2017 hacia el 1,9% de las ventas en 2021, con una fuerte incidencia en el año 2020 por el impacto del COVID-19.

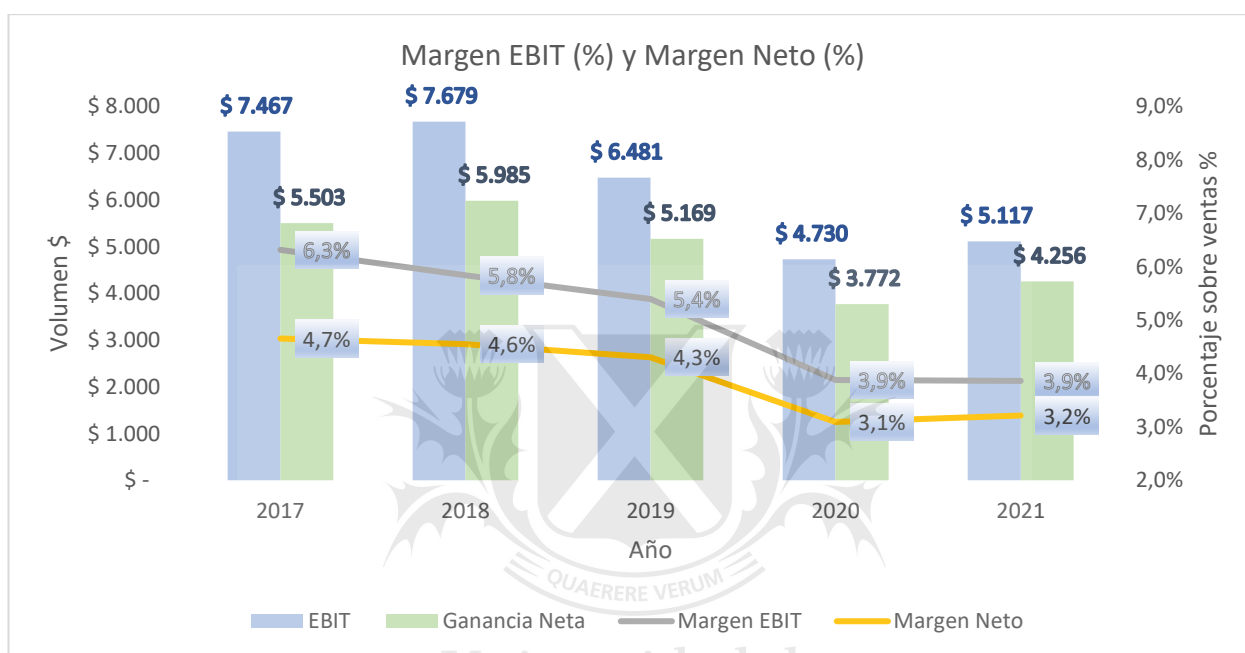
Gráfico 19 – Evolución del ROE



Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía y elaboración propia.

Se observa que tanto el EBIT como el margen neto tienen un similar comportamiento descendente durante los últimos 5 años. El gap entre ambas, como se observa gráficamente a continuación, es de similar magnitud, indicándonos que la carga impositiva y de intereses permanece estable durante el período estudiado. La disminución de las ganancias operativas es producto, en su totalidad, del incremento de los costos de mercadería vendida, teniendo un impacto directo en la disminución del margen bruto. El margen EBIT fue decreciente desde un 4,7% en 2017 hacia un 3,2% en 2021.

Gráfico 20 – Evolución del margen EBIT y Neto



Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía y elaboración propia.

San Andrés

4.3.3 Ratios de Liquidez y Solvencia

Los *ratios* de liquidez son métricas utilizadas para medir la capacidad de la firma para honrar sus obligaciones de corto plazo, mientras que los ratios de solvencia miden la capacidad de la firma para honrar sus obligaciones de mediano y largo plazo. A continuación, se observan los *ratios* de liquidez y solvencia de la Compañía.

Tabla 5 – Ratios de liquidez y solvencia

Ratios de Liquidez y Solvencia						
Al 31 de Agosto	2017	2018	2019	2020	2021	Tendencia
Liquidez						
Liquidez Corriente	1,1x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	Estable
Liquidez Ácida	0,5x	0,3x	0,3x	0,2x	0,3x	Estable
Caja de Oper. / Pasivos Corrientes	0,4x	0,4x	0,2x	0,2x	0,3x	Estable
Solvencia						
Cobertura de intereses (EBIT/ Intereses)	11,6x	13,3x	10,0x	7,7x	5,7x	Baja
Deuda / Patrimonio Neto	46%	54%	70%	192%	143%	Alza
Pasivos / Activos	57%	61%	64%	75%	70%	Alza

Fuente: Elaboración propia.

El *ratio* de liquidez corriente, calculado como Activo Corriente sobre Pasivo Corriente, es una medida que proporciona la relación de los mismos, y nos indica la capacidad de una compañía de honrar sus obligaciones de corto plazo. Se puede observar que del 2017 a 2018, el *ratio* desciende de 1,1x a 0,8x, y luego se mantiene estable cercano a 0,7x, también se puede interpretar que el activo corriente cubre el 70% del pasivo corriente. Desde el año 2018, los activos corrientes de Walgreens no llegan a cubrir la totalidad de los pasivos corrientes. Un *ratio* menor a 1 puede ser normal para las empresas de la industria del *retail*, ya que suelen tener capital de trabajo negativo por apalancarse con los proveedores, debido al poder de negociación que utilizan para alargar los plazos de pago, mientras que las ventas minoristas al consumidor se cobran en un plazo de entre 1 y 7 días.

El *ratio* de liquidez ácida es un indicador más preciso que la liquidez corriente, y se ha calculado como Disponibilidades sobre Pasivo Corriente. Las disponibilidades deducen los inventarios de la totalidad del activo corriente. El indicador de liquidez ácida ha permanecido estable durante los últimos años, y en torno al 0,3x. Esto significa que, técnicamente, la Compañía cuenta con un 30% de los recursos para hacer frente sus obligaciones de corto plazo.

De manera similar al *ratio* corriente, el *ratio* de caja de operaciones sobre pasivos corrientes es otro indicador de la capacidad de la firma en honrar sus obligaciones de corto plazo con la caja generada por las operaciones corrientes. Se puede observar que el *ratio* se mantuvo estable durante los últimos 5 años en un promedio de 0,3x. Se interpreta que la caja de operaciones de Walgreens podría cubrir el 30% de los pasivos corrientes.

La cobertura de intereses, calculado como EBIT sobre intereses, es un indicador que proporciona la capacidad de la firma en pagar los intereses que le genera su deuda financiera. Es un indicador de riesgo relativo a su deuda corriente, y se puede interpretar como la cantidad de veces que podrá pagar su deuda actual con las ganancias operativas. La tendencia del indicador es a la baja durante los últimos 5 años. El principal motivo es la tendencia decreciente de la ganancia operativa, ya que, como se observa en el análisis del estado de resultados, el monto de intereses se mantiene en niveles estables.

La proporción Deuda sobre Patrimonio Neto, es el indicador de estructura de capital de largo plazo más común. Para los cálculos del 2020 y 2021 se han excluido los pasivos correspondientes a los arrendamientos, ya que en los años anteriores no se contabilizaban, con la finalidad de eliminar distorsiones en la comparabilidad. Se observa una tendencia al alza del incremento de la proporción de financiamiento financiero durante el período entre 2017 y 2020. Durante el año 2021, Walgreens realiza un rescate anticipado de su deuda financiera de largo plazo, motivo por el cual la proporción Deuda sobre Patrimonio Neto se reduce drásticamente. Los niveles menores a 100 son considerados saludables.

Por último, la proporción Pasivo sobre Activo, nos indica qué porcentaje de los activos está siendo financiado con la totalidad de las deudas. Para los cálculos del 2020 y 2021 se han excluido los pasivos correspondientes a los arrendamientos. Al igual que la proporción de Deuda sobre Patrimonio Neto, se observa una tendencia al alza durante el período entre 2017 y 2020.

4.3.4 Ratios específicos de la Industria

La *ratios* específicos de la industria son aquellos útiles en un sector en particular, por ende, se calculan para analizar entidades de una industria específica. Analizar estos *ratios* en otro sector, no tendría consistencia. Para el presente trabajo, se ha analizado *ratios* específicos de la Compañía dada la industria a la que pertenece.

Tabla 6 – Ratios específicos de la industria del *retail*

Ratios Específicos de la Industria						
Al 31 de Agosto	2017	2018	2019	2020	2021	Tendencia
Crecimiento Same Store Sales	2,8%	1,5%	2,0%	2,8%	5,1%	Estable
Ventas por local (en millones \$)	9,2	9,2	8,8	9,2	10,2	Estable
Ventas por pie Cuadrado (en millones \$)	1.055	877	806	865	946	Estable
Ventas por Empleado (en miles \$)	343	376	351	369	421	Alza
Número de locales	12.831	14.336	13.645	13.220	13.004	Estable
Número de empleados	345.000	350.000	342.000	331.000	315.000	Baja
Pies Cuadrados (en millones \$)	112	150	149	141	140	Estable

Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía.

La medida *Same Store Sales* (SSS) es frecuentemente utilizada para medir el rendimiento de las tiendas que mantuvieron operaciones continuas por 1 año o más. Es la medida más común utilizada en la industria del *retail*. La tendencia de las ventas comparables o SSS de Walgreens se mantuvo estable durante el período entre 2017 y 2021. El crecimiento anual compuesto fue de 2,8% durante el período mencionado. Se observa que el número de locales decrece del 2017 al 2019 y luego crece desde el 2019 hasta 2021. A fin de cuentas, el nivel de 1.055 locales en 2017 es de similar magnitud a las 946 tiendas en 2021, por lo tanto, permanece estable. Si bien el nivel de ventas es creciente y la cantidad de locales un tanto volátil, las ventas por locales permanecen estables en los últimos 5 años.

Se observa que la cantidad de empleados comienza a decrecer a partir del 2018 hasta el 2021. En un contexto donde las ventas fueron crecientes, mientras que la cantidad de empleados es decreciente, el *ratio* de ventas por empleado tiende al alza, lo que significa una mayor eficiencia y productividad de los empleados. En cuanto a los pies cuadrados, la tendencia es estable como también lo es las ventas por pie cuadrado.

4.4 Comparación con la Industria

En el siguiente cuadro se han extraído los *ratios* de las principales empresas comparables al 2021. Se han elegido empresas con modelos de negocios similares al de Walgreens, es decir, grandes cadenas de venta minorista, tanto farmacéuticos como consumibles generales o productos de belleza, con extensa participación de mercado. Las empresas tomadas en cuenta son CVS, Walmart, Costco y Kroger. Las observaciones en rojo son consideradas valores atípicos y han sido excluidas en el cálculo del promedio ya que no son consideradas representativas.



Tabla 7 – Ratios relevantes de empresas comparables

Comparación con Industria						
	Walgreens	CVS	Walmart	Costco	Kroger	Promedio
Crecimiento (Promedio 5 años)						
Ventas	2,3%	10,4%	3,0%	10,5%	3,8%	6,9%
EBIT	-7,3%	5,4%	2,2%	14,5%	-2,6%	4,9%
Same Store Sales	2,8%	4,2%	3,8%	7,8%	n.d	5,3%
Ratios Específicos de la Industria						
Locales	13004	9939	11443	815	2742	6.235
Pies cuadrados por local (en miles)	11	8,0	98,0	145,9	62,0	78
Empleados (en miles)	315	300	2300	288	420	827
Ventas por local (en millones \$)	10,2	8,9	48,9	240,4	48,3	87
Ventas por pie cuadrado (en millones \$)	946	1.107	499	1.648	779	1.008
Ratios de Actividad						
Rotación de Activos (Ventas/Activo Promedio)	1,6x	1,3x	2,3x	3,4x	2,8x	2,5x
Rotación de Inventarios (CMV / Inventario Prom.)	13,0x	13,2x	9,4x	116,9x	14,2x	13,7x
Rotación Cuentas a Cobrar (Ventas /Ctas a Cobrar Prom.)	35,0x	14,3x	87,4x	12,9x	76,0x	47,7x
Ratios de Rentabilidad						
ROA	6,1%	3,7%	6,9%	7,9%	4,2%	5,7%
ROE	18,9%	7,8%	2,5%	2,8%	28,6%	10,4%
Margen EBIT	3,9%	4,7%	4,8%	3,7%	2,4%	3,9%
Margen Neto	3,2%	2,7%	2,4%	2,6%	2,0%	2,4%
Ratios de Liquidez						
Liquidez corriente	0,7x	0,9x	1,0x	1,0x	0,8x	0,9x
Liquidez ácida	0,3x	0,5x	0,3x	0,5x	0,2x	0,4x
Caja de Oper. / Pasivos Corrientes	0,3x	0,3x	0,4x	0,3x	0,4x	0,4x
Ratios de Solvencia						
EBIT/Intereses	5,7x	5,5x	11,6x	42,2x	5,8x	16,3x
Deuda / Patrimonio Neto	143%	100,8%	72,7%	63,1%	216%	113%
Pasivos /Activos	70,3%	67,6%	65,3%	69,1%	80%	71%

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

Las principales medidas de crecimiento en los últimos 5 años de Walgreens son menores que las de sus competidores. Estas tres medidas están ligadas con las presiones de reembolso que enfrenta Walgreens, generando un crecimiento menor de las ventas con respecto a otras empresas de venta minorista y un decrecimiento en el margen EBIT. Su principal competidor, CVS, es dueño de una compañía de administración de beneficios de salud o PBM, que representa aproximadamente 1/3 de sus operaciones. Esta ventaja competitiva frente a Walgreens, compensa las presiones de reembolso y le aporta otras fuentes de ingreso que se reflejan en mayor crecimiento de ventas y margen EBIT. Por otro lado, Compañías como Walmart y Costo, que principalmente se dedican al negocio de supermercados, también enfrentan presiones de reembolso, sin embargo, no afectan de manera significativa sus márgenes operativos.

Los *ratios* específicos de la industria muestran las diferencias entre los tipos de negocios. Walgreens cuenta con 3000 locales más que su competidor directo CVS. Además, en promedio, los locales tienen mayor cantidad de pies cuadrado y mayor venta por local. En comparación a Walmart, Costo y Kroger,

que su tipo de negocio es el de supermercados e hipermercados, cuentan con tiendas ampliamente más grandes en cantidad de pies cuadrados, y por ende mayor cantidad de ventas por local y por pie cuadrado.

La eficiencia de los activos de Walgreens es razonable con respecto al promedio de sus comparables. La rotación de activos está por debajo, levemente, del promedio de mercado, pero no de manera significativa, aunque mejor en comparación a CVS. La rotación de inventarios es levemente más alta con respecto a sus competidores por la buena capacidad de tener bajos inventarios por los acuerdos con AmerisourceBergen. Los niveles de rotación de cuentas a cobrar son más altos que los niveles de CVS y Costco.

La rentabilidad de los activos de Walgreens está por encima del promedio de sus competidores. Los negocios de supermercados suelen tener márgenes operativos más bajos ya que compiten exclusivamente por precios. En cuanto a la rentabilidad de los accionistas de Walgreens, se encuentra por encima de sus competidores, principalmente por el alto nivel de apalancamiento en arrendamientos operativos.

En referencia a las condiciones de liquidez de Walgreens, se encuentra a los mismos niveles que sus principales competidores, y presentan un denominador común, bajos niveles de liquidez característico del sector de *retail*.

Por último, en referencia a las condiciones de solvencia de Walgreens, es menor a la de sus competidores, pero no de manera significativa. Costco y Walmart tiene mayor nivel de cobertura de intereses, mientras que CVS, Kroger tienen similar nivel de cobertura. En cuanto a niveles de endeudamiento, la industria posee niveles similares.

4.5 Flujo de Caja

A continuación, se expone el flujo de caja de la Compañía de los últimos 5 años, para complementar el análisis del Estado de Resultados y Situación Patrimonial. A nivel general, podemos ver que los niveles de caja de la Compañía vienen disminuyendo desde el 2017 hasta el 2021.

El efectivo proveniente por las actividades de las operaciones viene disminuyendo desde \$7.255 millones en 2017, hasta \$5.555 millones en 2021, principalmente por el aumento de la presión en las tasas de reembolso por parte de los terceros pagadores, impactando directamente sobre la ganancia neta.

En cuanto al efectivo neto utilizada para las inversiones, normalmente suele ser negativa por el gasto en adiciones de propiedades planta y equipo o adquisiciones de otros negocios. En 2018, la caja utilizada fue de \$5.501 millones netos, lo cual representa un significativo aumento con respecto al período anterior, por la adquisición de 1.932 tiendas, y otros activos a Rite Aid por \$4.200 millones

en efectivo. Por otro lado, en 2021, hubo ingresos por las actividades de inversión netos en \$4.072, impulsado principalmente por el ingreso por la venta de Alliance Healthcare a AmerisourceBergen por un total de \$6.200 en efectivo.

En lo que respecta a actividades de financiación, podemos observar que contribuyen significativamente a la disminución total de la caja durante el período entre 2017 y 2021. Por un lado, se destinaron \$14.608 millones para la recompra de acciones entre 2017 y 2019, y luego hubo un cese de la recompra de acciones y se utilizaron \$1.700 millones entre 2020 y 2021. Por otro lado, los pagos de deuda aumentaron significativamente entre 2017 y 2021, y únicamente durante 2018 y 2019 las emisiones de nueva deuda superaron los pagos de deuda, lo que muestra el esfuerzo de la Compañía en reducir el stock de deuda financiera. En 2017, hubo pagos de deuda por \$6.196 millones y cero emisiones de deuda. En 2021, los pagos de deuda superaron en \$6.000 millones a las emisiones de deuda, de los cuales \$3.000 millones fueron rescates anticipados de stock de deuda.

Finalmente, el pago de dividendos se mantiene estable y cercano a los \$1.700 millones durante los últimos 5 años, lo cual implica mayor rentabilidad a los accionistas, ya que durante dichos años el capital accionario circulante fue disminuyendo significativamente.

En resumen, el nivel de caja utilizado durante los últimos años fue aumentando significativamente, lo cual ha impulsado a tener bajos niveles de caja. Sin embargo, no se considera un riesgo ya que no se vieron comprometidos ni los accionistas ni los acreedores, y la Compañía ha logrado reducir su apalancamiento financiero. Recordemos que, por otro lado, el apalancamiento de la Compañía proviene de mayores arrendamientos operativos y financieros, que impactan en el margen operativo de la misma.

Universidad de
San Andrés

Tabla 8 – Evolución de la caja

Flujo de Caja					
Al 31 de Agosto	2017	2018	2019	2020	2021
Flujo de Efectivo de las Actividades Operativas					
Ganancia Neta	4.078	5.024	3.982	456	2.542
Depreciaciones y Amortizaciones	1.409	1.516	1.778	1.627	1.689
Otros	146	(217)	574	2.460	896
Cambios en Cuentas a Cobrar	(153)	(391)	(789)	163	(1.451)
Cambios en Inventarios	98	331	141	63	165
Cambios en Cuenta a pagar	1.684	1.352	954	(25)	842
Cambios en Impuestos	44	694	(406)	(221)	160
Cambios en Otros Act. Op. Netos	(51)	(46)	(640)	961	712
Efectivo neto de las Actividades Operativas	7.255	8.263	5.594	5.484	5.555
Flujo de Efectivo de las Actividades de inversión					
Inversiones en Bienes de Uso	(1.351)	(1.367)	(1.702)	(1.374)	(1.379)
Adquisiciones	(88)	(4.793)	(741)	(718)	(1.431)
Desinversiones	-	-	-	-	5.527
Otros	596	659	136	795	1.355
Efectivo neto de las actividades de inversión	(843)	(5.501)	(2.307)	(1.297)	4.072
Flujo de Efectivo de las Actividades de Financiación					
Emission deuda	-	5.900	12.433	20.367	12.726
Pago Deuda	(6.196)	(4.890)	(10.461)	(21.414)	(18.944)
Pago Dividendos	(1.723)	(1.739)	(1.643)	(1.747)	(1.617)
Recompra Acciones	(5.220)	(5.228)	(4.160)	(1.589)	(110)
Efectivo neto de las actividades de Financiación	(13.139)	(5.957)	(3.831)	(4.383)	(7.945)
Otros	301	674	776	(265)	(1.158)
Caja al inicio	9.992	3.496	975	1.207	746
Caja al cierre	3.496	975	1.207	746	1.270

Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía.

4.6 Conclusiones

Como conclusión del análisis financiero, podemos decir que Walgreens es una empresa sumamente consolidada y tiene una eficiencia muy similar a la de sus competidores. Los factores que ellos pueden controlar, como la recolección de cobros, cuentas a pagar, manejo de inventarios y una eficiente utilización de recursos como bienes raíces, empleados y capacidad tecnológica, ha sido eficiente en los últimos años. Es una compañía saludable, eficiente y con larga trayectoria en el mercado. Es una

compañía saludable financieramente y ha logrado mantener rentabilidad para los accionistas haciendo frente a sus obligaciones con los acreedores.

Lamentablemente su capacidad de mejorar la rentabilidad operativa está fuertemente influenciada por factores externos, principalmente, por los terceros pagadores que han concentrado mucho poder de negociación los últimos años, como los PBMs, o agencias gubernamentales con gran poder de compra, pero con muchas regulaciones estatales. La capacidad de generar futura rentabilidad a los accionistas dependerá de la adaptabilidad de la empresa para lograr ser cada vez más eficiente en costos y atraer mayor cantidad de clientes por innovación y mejora de la experiencia al consumidor.



Universidad de
San Andrés

5. VALUACIÓN POR FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS

A partir del análisis financiero de la Compañía y su entorno macroeconómico, se buscará realizar la valuación del paquete accionario de Walgreens Boots Alliance, al 31 de agosto de 2021, a través del método de Flujo de Fondos Descontados (DCF).

El método DCF se utiliza en la valuación de un proyecto o compañía y consiste en proyectar los flujos de caja libres para el período de inversión futuro y el valor terminal, el último año del horizonte temporal, para descontarlos a valor presente utilizando el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).

La elección de dicho método se debe a que, dado que Walgreens Boots Alliance es una empresa consolidada con una cuota de mercado estable, el DCF es el método que mejor se acopla a dichas características de la empresa y de la industria farmacéutica. Se requiere la incorporación de varios supuestos que no serían posibles si la empresa fuese inestable o impredecible.

Los flujos de fondos libres de la empresa equivalen a la cantidad de dinero disponible que le queda luego de pagar costos, impuestos y habiendo cubierto las inversiones de capital, como también el cambio en el capital de trabajo.

Tabla 9 – Cálculo de los flujos de fondos de la empresa

Ganancias antes de Intereses, Impuestos y Rentas (EBITR)
(-): Impuestos
Ganancias antes de Intereses y Rentas y después de Impuestos (EBIRAT)
(+): Depreciación y Amortización
(-): Inversiones de capital
(-): Aumento (+ disminución) en cambios netos de Capital de Trabajo
Flujo de Fondos de la Empresa (FCFF)

Fuente: Elaboración propia.

El WACC es un punto importante dentro de la valuación ya que permite descontar los flujos de fondos libres proyectados para obtener el valor presente del paquete accionario de la empresa. Tal como lo indica el nombre, la tasa pondera cada uno de los costos de capital que afectan a la empresa.

$$DCF = \frac{FF_t}{(1 + WACC)^t}$$

El núcleo del análisis consiste en la proyección de los Flujos de Fondos Libres y el valor terminal (valor a perpetuidad) a partir del último año dentro del horizonte de inversión. Dichos flujos son descontados a valor presente utilizando la tasa de descuento antes mencionada, WACC, para obtener el valor de la empresa al momento de la valuación. Al valor de la empresa (EV) obtenido, se le suma el efectivo y equivalentes, y se resta la deuda total para arribar al valor del capital. Luego, se divide por las acciones en circulación para determinar el precio por acción de la compañía.

5.1 Proyección de los Flujos de Fondos Libres

Una vez estudiada la empresa en profundidad y determinados los factores que afectan su rendimiento, es posible proyectar los Flujos de Fondos Libres (FCF). Se leyeron en profundidad los comunicados de prensa llevados a cabo por los directores de Walgreens, realizados en el último año para entender sus objetivos a futuro y visiones con respecto a la empresa.

Los flujos de fondos libres equivalen al dinero generado por la empresa una vez deducido todo gasto operativo en efectivo junto con sus respectivos impuestos, así como también, las inversiones en capital y capital de trabajo, pero antes de cualquier pago de intereses. Los flujos de fondos libres son independientes de la estructura de capital de la compañía dado que representan el dinero disponible para todos los proveedores de capital.

Los componentes principales que forman parte de los flujos de fondos libres son: las ventas, costos operativos, gastos administrativos, impuestos, depreciación y amortización, inversiones en capital y el capital de trabajo.

El horizonte de proyección llevado a cabo es de cinco años, dado que Walgreens es relativamente estable y no se espera mucho crecimiento en el futuro. Para 2026 es suficiente tiempo para permitir que una empresa alcance su estado estacionario. Un período de proyección de cinco años generalmente abarca al menos un ciclo comercial y permite suficiente tiempo para la realización exitosa de iniciativas planificadas o en proceso.

5.1.1 Ventas

Para la estimación de las ventas se ha considerado la estrategia de la Compañía que ha sido desarrollada tanto en el informe anual 10-K del 2021, como las conferencias realizadas con los analistas el 14 de octubre de 2021 y el 16 de enero de 2022. El enfoque de la proyección se basa en la estrategia de crecimiento de Walgreens para el corto, mediano y largo plazo, que, como hemos

detallado anteriormente, está basada en tres pilares fundamentales. A continuación, se detalla las nuevas proyecciones estratégicas:

- **Gestión de Transformación de Costos (TCM):**

En diciembre de 2018, el plan TCM contemplaba el cierre de más de 250 locales en Estados Unidos y 200 locales en el Reino Unido, objetivo alcanzado en el año fiscal 2021. En el marco de la extensión del programa hasta 2024, se prevé el cierre adicional de 150 locales en Estados Unidos y 150 en el Reino Unido. Hemos proyectado que el cierre de estos locales ocurra de manera lineal en los próximos 3 años, es decir 50 locales cerrados en cada segmento por año.

- **Nueva estrategia sanitaria para la transformación de la farmacia del futuro:**

En octubre de 2021, la empresa anunció el lanzamiento de su nueva estrategia sanitaria, y consiste en una inversión adicional a las realizadas durante los últimos 2 años, por \$5.200 millones en Village MD, elevando su participación accionaria al 63% y con el objetivo de llegar a 1.000 clínicas compartidas en Estados Unidos. Se estima tendrá gran impacto en el tráfico en tiendas.

- **Acelerar las marcas y ofertas digitales:**

Por el lado de las ofertas digitales, la Compañía ha lanzado en 2021 la plataforma myWalgreens y al cierre fiscal contaban con 85 millones de miembros. En el primer cuarto del 2022, se incorporaron 7 millones de miembros más, lo que demuestra un gran crecimiento. Se espera que continúe el crecimiento en la cantidad de miembros.

Basado en estos tres elementos, se proyectaron las ventas comparables (*Same store sales*). Estas contemplan las ventas de los locales que permanecerán abiertos por más de 12 meses, las ventas de *e-commerce* están incluidas en el mismo.

Segmento Estados Unidos: Al cierre del año fiscal 2021, la Compañía pronosticaba una disminución del 7% de las ventas por dos factores principales. El primero, se debe a la pérdida de ciertos contratos con AllianceRX que impactan en los negocios de farmacias especializadas y tratamientos complejos, que en total representan \$20.000 millones de las ventas de Estados Unidos. El segundo factor, era la disminución de la vacunación y los testeos estimados para el 2022. Tras los resultados del primer cuarto del 2022, la Compañía ha reajustado las proyecciones ya que la pérdida de ventas por AllianceRX está siendo fuertemente contrarrestada con un aumento importante del rubro farmacéutico, impulsado en parte por aumento de la inflación y un inesperado aumento por el refuerzo de vacunación y testeos masivos. Para el año 2022, se estima un decrecimiento del SSS de 2%. Luego para los años 2023 y 2024 se espera una recuperación gradual del SSS, de 2% y 3% respectivamente, impulsado en parte por un aumento de la inflación, y mayor tráfico en tiendas, luego acelerando el crecimiento del SSS hasta alcanzar niveles del 4% y 5% en 2025 y 2026.

Segmento Internacional: En cuanto al crecimiento de las ventas de *retail* de medicamentos y consumo general, se espera un crecimiento del 6% del SSS para el año 2022, impulsado por un importante crecimiento en *e-commerce* y mejores tasas de reembolso por parte del National Health Service en el Reino Unido. Se sostendrán altos crecimientos en los próximos años, disminuyendo gradualmente hasta un 4% donde se mantendrán estables al largo plazo. Con respecto a las ventas del segmento mayorista, se espera un fuerte crecimiento impulsado por el proyecto en conjunto con McKesson para los negocios en Alemania.

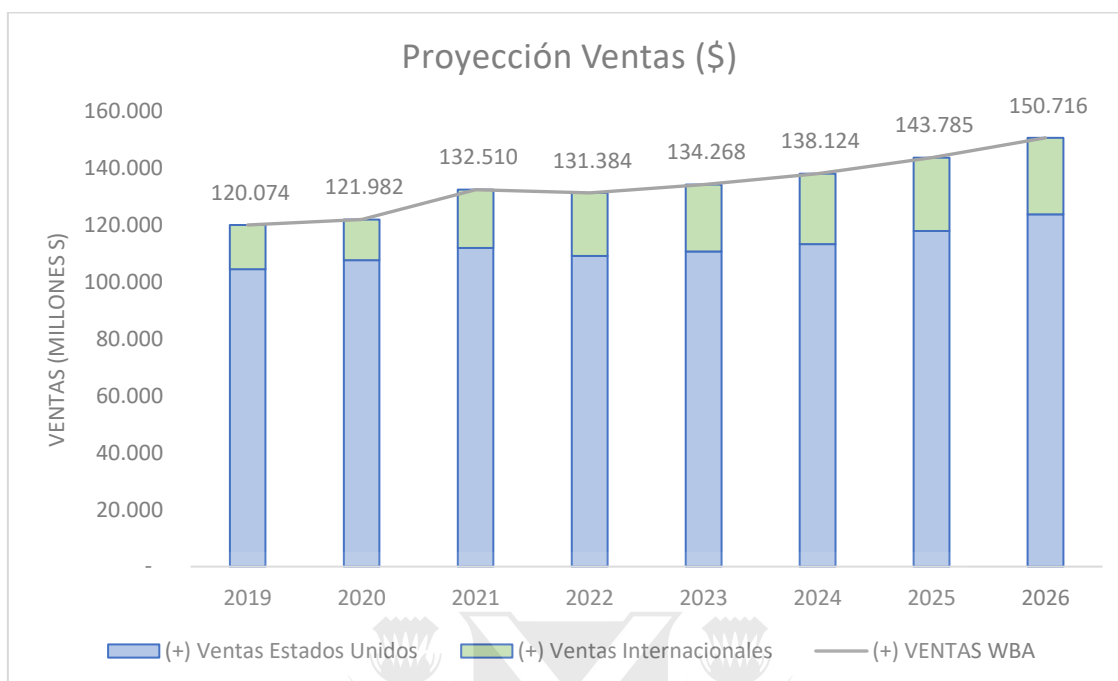
Tabla 10 – Proyección de ventas

Ventas	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos								
Locales al Inicio	9277	9277	9021	8965	8915	8865	8815	8815
Cierre de locales		256	56	50	50	50	0	0
Locales Finales	9277	9021	8965	8915	8865	8815	8815	8815
Ventas por local	11,3	11,9	12,5	12,2	12,5	12,9	13,4	14,0
Crecimiento Same Store Sale	2,00%	2,80%	5,10%	-2,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
(+) Ventas Estados Unidos	104.532	107.701	112.005	109.153	110.711	113.390	117.925	123.821
% Crecimiento				-2,5%	1,4%	2,4%	4,0%	5,0%
Internacional								
Locales al Inicio				4031	3981	3931	3881	3881
Locales cerrados				50	50	50	0	0
Locales Finales			4031	3981	3931	3881	3881	3881
Ventas por local			2,5	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1
Crecimiento Same Store Sale	-1,60%	-13,1%	6,7%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Ventas - Retail	10.829	9.405	10.033	10.503	10.890	11.181	11.628	12.094
% Crecimiento				4,7%	3,7%	2,7%	4,0%	4,0%
Ventas - Mayorista Alemania	4.713	4.876	10.472	11.729	12.667	13.554	14.231	14.801
% Crecimiento	ND	3,5%	114,8%	12,0%	8,0%	7,0%	5,0%	4,0%
(+) Ventas Internacionales	15.542	14.281	20.505	22.232	23.557	24.735	25.860	26.894
% Crecimiento				8,4%	6,0%	5,0%	4,5%	4,0%
(+) VENTAS WBA	120.074	121.982	132.510	131.384	134.268	138.124	143.785	150.716
% Crecimiento				-0,8%	2,2%	2,9%	4,1%	4,8%

Fuente: Elaboración propia.

Para el período entre 2022 y 2026, se proyecta un CAGR del 2,0% para las ventas en Estados Unidos, un CAGR de 5,6% para las ventas Internacionales, arrojando un CAGR de 2,6% para las ventas totales de Walgreens.

Gráfico 21 – Proyección de ventas



Fuente: Elaboración propia.

5.1.2 Margen Bruto

La ganancia bruta es la diferencia entre el nivel de ventas y el costo de mercadería vendida. El ratio de la ganancia bruta sobre el total de ventas corresponde al margen bruto. En el caso de Walgreens depende fuertemente de la inflación de los costos y la tasa de reembolso de las unidades vendidas.

La Administración espera que la presión de las tasas de reembolso siga impactando negativamente sobre el margen bruto en el segmento Estados Unidos, ya que no se prevén cambios regulatorios en la industria farmacéutica en el corto plazo. Por otro lado, si bien Walgreens ha sido más eficiente los últimos años reduciendo los inventarios como consecuencia de los acuerdos con su distribuidor mayorista AmerisourceBergen, implica también una pérdida en el poder de negociación. De tener sus propias locaciones de almacenamiento y canales de distribución, por ende mayores inventarios, podría tener un “colchón” para negociar mayores tasas de reembolso cuando se vea perjudicado por la inflación de costos. Como resultado, se espera una disminución gradual del margen bruto hasta estabilizarse en un 20%.

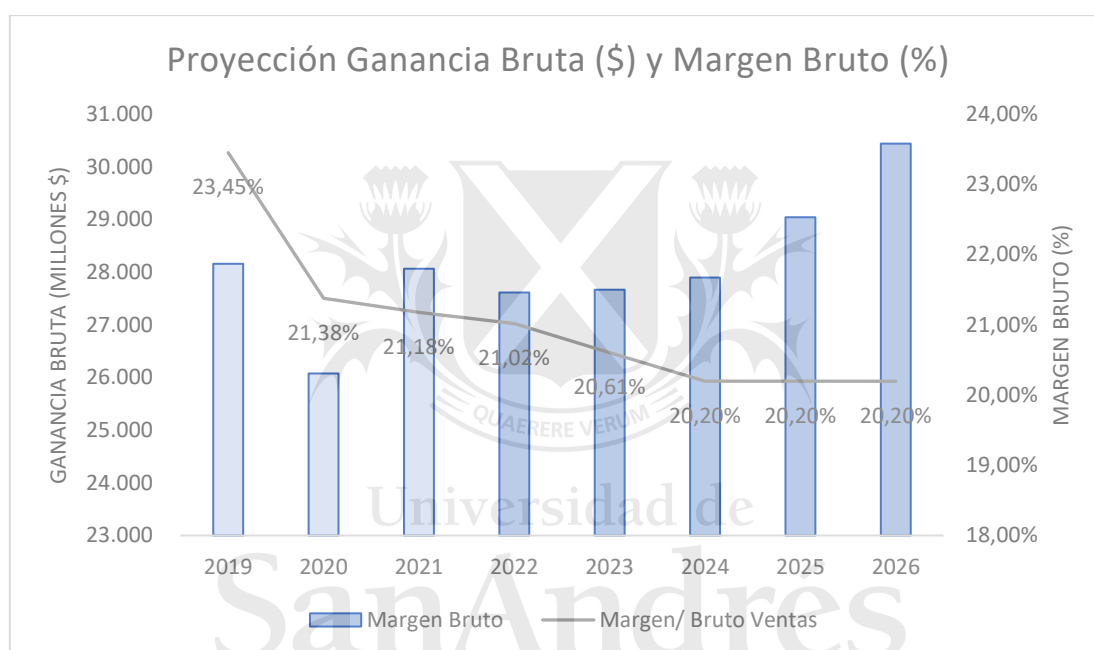
Durante el 2021, las tasas de reembolso por parte del National Health Service (NHS) en el Reino Unido han mejorado. Para el segmento internacional, se proyecta un margen bruto constante a los niveles del 2021.

Tabla 12 – Proyección del margen bruto

Margen Bruto	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos								
(+) Ganancia Bruta	23.618	22.302	23.736	22.922	22.696	22.678	23.585	24.764
% de Ventas	22,6%	20,7%	21,2%	21,0%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Internacional								
(+) Ganancia Bruta	4540	3774	4328	4.691	4.970	5.219	5.456	5.675
% de Ventas	29,2%	26,4%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%
(+) Margen Bruto Total	28.158	26.076	28.064	27.613	27.666	27.897	29.041	30.439

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 22 – Proyección margen bruto



Fuente: Elaboración propia.

5.1.3 Ganancias antes de Intereses, Impuestos y Rentas

Para la proyección, hemos considerado la Ganancia ante de intereses, impuestos y rentas o *EBITR*. Debido a la estructura de capital de la Compañía, apalancada fuertemente sobre la deuda de arrendamientos operativos, se considera que el costo de los arrendamientos operativos es equivalente a un costo de endeudamiento. Se considera que el margen *EBITR* es la ganancia operativa real de la Compañía. El costo de rentas está incluido dentro de los gastos Generales, Comerciales y Administrativos (GC&A). Para llegar al margen *EBITR*, debemos deducirle al margen bruto la totalidad de los gastos GC&A y luego adicionar el costo de las rentas. El *Management* ha considerado los siguientes pagos de rentas:

Tabla 13 – Proyección de las rentas

	2022	2023	2024	2025	2026
Pago rentas operativas	3439	3342	3224	3102	2982
Pago rentas financieras	89	88	88	87	86
Tota pago de rentas	3528	3430	3312	3189	3068

Fuente: Elaboración propia.

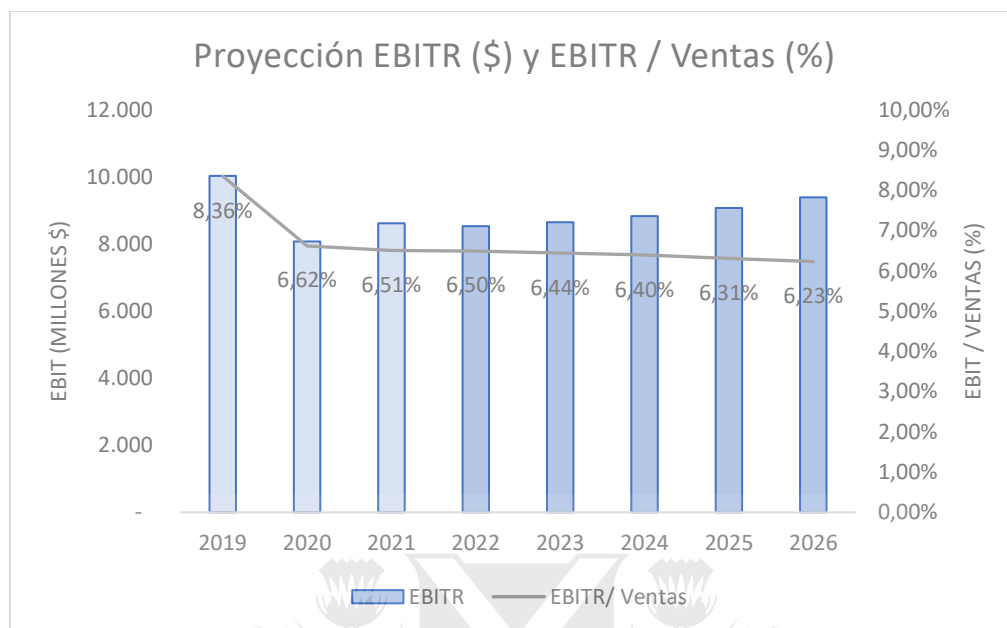
En el marco del plan TCM implementado por la Compañía en 2018, y con extensión hasta 2023, se estima que disminuirán los gastos operativos como porcentaje de las ventas para contrarrestar los efectos de la presión del margen bruto que ejercen las tasas de reembolso. El plan TCM tiene impacto tanto en el segmento de Estados Unidos como el segmento internacional.

Tabla 14 – Proyección del EBITR

EBITR	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos								
(-) Gastos GC&A (incluye rentas)	(17.873)	(17.700)	(19.030)	(18.420)	(18.062)	(17.822)	(18.441)	(19.255)
% de Ventas	17,1%	16,4%	17,0%	16,9%	16,3%	15,7%	15,6%	15,6%
% Crecimiento		-1,0%	7,5%	-3,2%	-1,9%	-1,3%	3,5%	4,4%
Internacional								
(-) Gastos GC%A (incluye rentas)	(3.804)	(3.645)	(3.917)	(4.187)	(4.384)	(4.553)	(4.713)	(4.859)
% de Ventas	24,5%	25,5%	19,1%	18,9%	18,6%	18,4%	18,2%	18,1%
% Crecimiento		-4,2%	7,5%	6,9%	4,7%	3,9%	3,5%	3,1%
(-) Gastos GCA WBA (incluye rentas)	(21.677)	(21.345)	(22.947)	(22.607)	(22.445)	(22.375)	(23.154)	(24.114)
(+) Rentas	3.552	3.346	3.503	3.528	3.430	3.312	3.189	3.068
EBITR WBA	10.033	8.077	8.620	8.534	8.651	8.834	9.076	9.393
% Crecimiento		-19,5%	6,7%	-1,0%	1,4%	2,1%	2,7%	3,5%

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 23 – Proyección del EBITR



Fuente: Elaboración propia.

5.1.4 Impuesto a las Ganancias

Para la proyección, se ha considerado una tasa de impuesto a las ganancias de 21%, de acuerdo con la tasa vigente en Estados Unidos a la fecha de valuación.

5.1.5 Inversiones en Capital

Las inversiones en capital (Capex) son los fondos utilizados para adquirir, mejorar y mantener los activos físicos como propiedades, planta y equipos. Este tipo de inversiones son fundamentales para mantener o aumentar el alcance de las operaciones.

Como hemos desarrollado anteriormente, la estrategia de crecimiento de Walgreens se basa fundamentalmente en inversiones en nuevos negocios e incurre constantemente en transacciones de fusiones y adquisiciones. Por este motivo, hemos incorporado la proyección de inversiones de este tipo dentro del flujo de inversiones en capital.

Para la proyección de inversiones de capital en Propiedades, Plantas y Equipo, hemos proyectado que las mismas se mantienen constantes como porcentaje de las ventas en 1,2%, equivalente a los niveles de inversión promedio del período fiscal 2019-2021.

En cuanto a las inversiones en adquisiciones, se ha considerado la estimación de la Administración para el año 2022. Al cierre del año fiscal 2021, la Compañía confirmó una inversión adicional en VillageMD por \$5.200 millones de los cuales \$4.000 millones serán pagaderos en efectivo, a

concretarse durante el 2022. Para las inversiones del período entre 2022 y 2026, hemos considerado que las mismas ascienden a 0,8% de las ventas, basados en el promedio de los últimos tres años.

Tabla 15 – Proyección de las inversiones en capital

Flujo de Fondos Libres de la Firma	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(-) Capex								
PPE	(1.702)	(1.374)	(1.379)	(1.629)	(1.665)	(1.713)	(1.783)	(1.869)
% de Ventas	1,4%	1,1%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Adquisiciones	(741)	(718)	(1.431)	(4.000)	(1.128)	(1.160)	(1.208)	(1.266)
% de Ventas	0,6%	0,6%	1,1%	3,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Fuente: Elaboración propia.

5.1.6 Depreciación y Amortización

La proyección de depreciaciones y amortizaciones (D&A) son los principales gastos no-monetarios por ende deben adicionarse a la proyección de flujo de fondos. Se ha elaborado un esquema de amortización y depreciación contemplando los bienes de uso históricos y las altas proyectadas de PPE, desarrolladas en el apartado anterior.

Por un lado, se asume que los bienes de uso históricos se depreciarán un 14,58% por año sobre el valor residual, consistente con el promedio de depreciación de los últimos 3 años. En cuanto a las altas de bienes de uso, se asume que tendrán una vida útil de 5 años y una depreciación por método lineal. De tal forma, las depreciaciones y amortizaciones proyectadas equivalen, en promedio, un 1,6% de las ventas.

Tabla 16 – Proyección de las depreciaciones y amortizaciones

Flujo de Fondos Libres de la Firma	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(+) Amortizaciones	2.038	1.927	1.973	2.111	2.184	2.304	2.471	2.682
% de Ventas	1,7%	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%

Fuente: Elaboración propia.

5.1.7 Cambio neto en Capital de Trabajo

La diferencia entre el cambio de activos corrientes y el cambio en los pasivos corrientes es el cambio neto en el capital de trabajo, e impacta de manera directa en el flujo de fondos de un negocio. Un aumento o inversión de capital de trabajo implica una salida de fondos, mientras que una disminución en el capital de trabajo implica un ingreso de fondos.

A los efectos de determinar las necesidades de capital de trabajo para el período proyectado entre 2022 y 2026, se han considerado los siguientes niveles de rotación, de acuerdo con el promedio de los últimos tres años: (i) 16 días de Cuentas a Cobrar; (ii) 24 días de Inventarios; (iii) 38 días de Cuentas a Pagar.

A continuación, se expone la proyección de cambios en capital de trabajo:

Tabla 17 – Proyección cambios en capital de trabajo

Cambios en Capital de Trabajo	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cuentas a cobrar	7.226	4.110	5.663	5.670	5.681	5.728	5.963	6.250
	26%	16%	20%					
Inventarios	9.333	7.917	8.159	8.521	8.538	8.609	8.962	9.393
	33%	30%	29%					
Cuentas a pagar	14.341	10.145	11.136	11.921	11.944	12.044	12.538	13.141
	51%	39%	40%					
Saldo Capital de Trabajo	2.218	1.882	2.686	2.270	2.275	2.294	2.388	2.503
Cambios en Capital de Trabajo		336	(804)	416	(4)	(19)	(94)	(115)

Fuente: Elaboración propia.

5.1.8 Flujo de Fondos

A continuación, se expone el flujo de fondos consolidado contemplando todos los elementos desarrollados en los apartados anteriores.

Tabla 18 – Proyección de los flujos de fondos de la Compañía

Flujo de Fondos Libres de la Firma	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ganancia antes de impuestos, intereses y rentas (EBITR)	10.033	8.077	8.620	8.534	8.651	8.834	9.076	9.393
(-) Impuestos				(1.792)	(1.817)	(1.855)	(1.906)	(1.973)
Tasa impositiva				21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
(+) Amortizaciones	2.038	1.927	1.973	2.111	2.184	2.304	2.471	2.682
% de Ventas	1,7%	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%
(-) Capex				(1.629)	(1.665)	(1.713)	(1.783)	(1.869)
PPE	(1.702)	(1.374)	(1.379)	(1.629)	(1.665)	(1.713)	(1.783)	(1.869)
% de Ventas	1,4%	1,1%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Adquisiciones	(741)	(718)	(1.431)	(4.000)	(1.128)	(1.160)	(1.208)	(1.266)
% de Ventas	0,6%	0,6%	1,1%	3,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
(+/-) Cambios en Capital de Trabajo		336	(804)	416	(4)	(19)	(94)	(115)
Flujo de Fondos Libres de la Firma				3.640	6.221	6.391	6.556	6.853

Fuente: Elaboración propia.

5.2 Determinación de la tasa de descuento

La tasa de descuento es un factor fundamental dentro del marco de una valuación por DCF. Como hemos mencionado anteriormente, la tasa de descuento se aplica para calcular el valor presente del flujo de fondos libres proyectados, generados por la firma, y por ende exigibles tanto a los accionistas como a los acreedores. Por lo tanto, la tasa de descuento adecuada a utilizar es el Costo Promedio Ponderado del Capital. El WACC contempla el costo del Capital Accionario y el costo de Deuda luego del beneficio fiscal y sus respectivas ponderaciones de peso en la estructura de capital de la firma.

A continuación, se presenta la fórmula del WACC:

$$WACC = k_e * \frac{E}{D + E} + k_d * (1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

Donde,

Ke: Costo del Capital Accionario

Kd: Costo de Deuda

E: Capitalización bursátil de las acciones de Walgreens

D: Stock de la deuda financiera y obligaciones por arrendamientos

t: tasa de impuesto corporativo

(1-t): Escudo fiscal

5.2.1 Costo del Capital Accionario

Para obtener el costo del capital accionario se aplicó el Modelo de Fijación de Precios de los Activos de Capital. Dicho modelo describe la relación entre el riesgo sistémico y la rentabilidad esperada de un activo, y es utilizado en el mundo de las finanzas corporativas para fijar el precio de los valores de riesgo y generar la rentabilidad esperada de los activos en función del riesgo de los mismos y del costo del capital.

La tasa de retorno del capital accionario se compone por la sumatoria entre la tasa libre de riesgo a la cual un inversor puede acceder y un retorno adicional que represente el riesgo de invertir en un activo riesgoso. El riesgo adicional resulta del producto entre el Beta de la acción y la Prima de Riesgo de Mercado.

A continuación, se expresa la fórmula del Costo del Capital Accionario según el modelo *CAPM*:

$$K_e = R_L + B * PRM$$

Donde,

R_L : Tasa libre de riesgo

B: Beta de la Acción

PRM : Prima de Riesgo del Mercado

5.2.1.1 Beta

El factor Beta mide la volatilidad del rendimiento de un activo financiero en particular, respecto del rendimiento de mercado y representa el riesgo sistemático del mismo. Para estimar beta de Walgreens se ha optado por la metodología de método de comparables. Se han elegido las siguientes compañías comparables: CVS, Walmart, Costco, y Kroger.

Para aplicar dicha metodología, se ha estimado beta para cada comparable realizando una regresión lineal simple entre el retorno de cada compañía (variable Y) y el retorno del mercado americano representado por el S&P 500 (variable X). Los datos utilizados corresponden a cotizaciones de frecuencia semanal de los últimos 5 años. Cada factor beta se encuentra apalancado en función de la estructura de capital de cada compañía. Para realizar el análisis de DCF es necesario desapalancar las betas observadas en el mercado por el impacto de la estructura de financiamiento de cada compañía y luego reapalancar las betas de los activos basándose en la estructura objetivo del negocio a ser valuado, en este caso, Walgreens. Por consiguiente, se desapalanca cada factor beta en función de su correspondiente estructura de capital, y luego de obtiene el promedio ajustado de betas comparables desapalancados. El promedio de la muestra es de 0,46.

Tabla 19 – Beta a través de compañías comparables

Beta Método Comparables	CVS	WMT	COST	KR
Beta Regresión	1,00	0,41	0,64	0,21
Capitalización Bursátil (millones \$)	113.998	414.998	201.358	33.750
Deuda (millones \$)	69.850	44.921	-276	20.500
Tasa Impositiva	21%	21%	21%	21%
Beta desapalancada regresión	0,67	0,38	0,64	0,14
Promedio	0,46			

Fuente: Yahoo Finance y elaboración propia.

Una vez obtenido el beta desapalancado por comparables, debemos reapalancar el beta por la estructura de capital objetivo de Walgreens, ya que dentro del periodo de valuación, las empresas tienen un objetivo a futuro acerca de su composición de deuda y capital con el fin de lograr una proyección más adecuada. Particularmente, Walgreens es una empresa madura y consolidada, por ende, no se esperan cambios en la estructura de capital dentro de los próximos años. Según lo mencionado anteriormente, se considera que la estructura de capital objetivo es equivalente a la estructura actual de la Compañía. La capitalización bursátil a la fecha de valuación y el stock de deuda se sitúan en \$43.914 millones y \$69.281 millones respectivamente, que representa una participación de Capital Accionario y Deuda del 38,79% y 61,21% respectivamente. El stock de la deuda considerado es la sumatoria del stock de deuda financiera contable, que asciende a \$8.980 millones y nuestra estimación del valor de mercado de la deuda por arrendamientos que asciende a \$60.301 millones. Dicha estimación contempla los costos de rentas determinados hasta 2026, y se asume que a partir de 2027 dicho costo se mantiene a perpetuidad.

Tabla 20 – Estimación Valor Actual Deuda Rentas

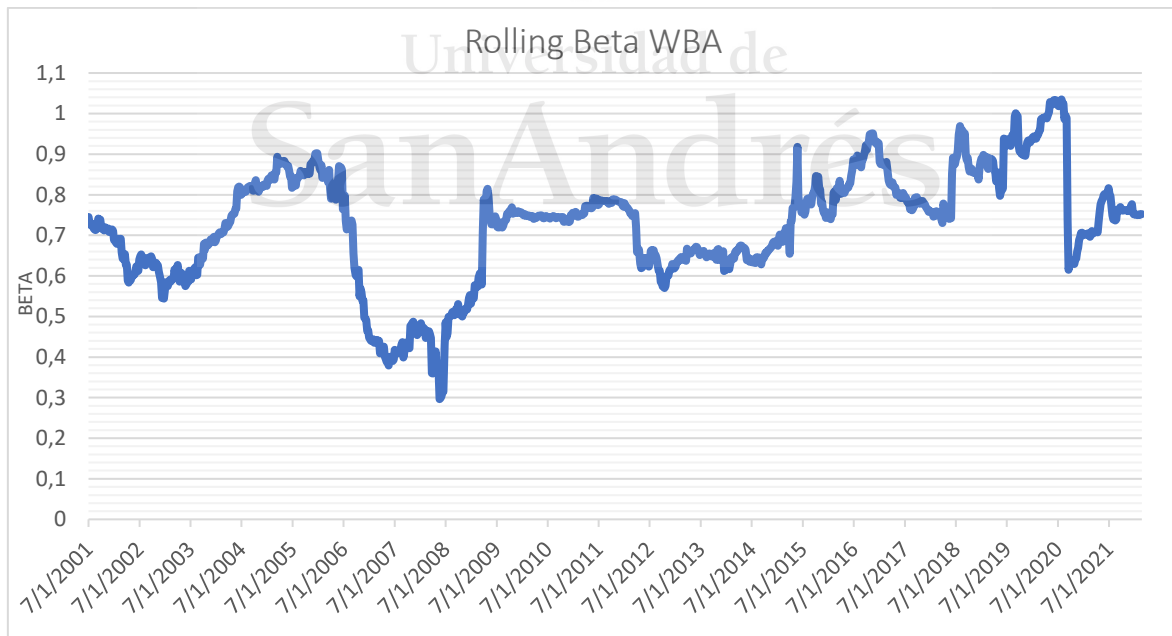
	2022	2023	2024	2025	2026	2027- Adelante	TOTAL
Costo Leasing (Millones \$)	3.528	3.430	3.312	3.189	3.068	59.228	
Factor descuento(Kd 5,18%)	0,95	0,90	0,86	0,82	0,78	0,78	
Valor Actual	3.354	3.100	2.846	2.606	2.383	46.011	60.301

Fuente: Elaboración propia.

En conclusión, partiendo de un beta desapalancado de 0,46 y considerando la estructura de capital objetivo y una tasa impositiva del 21%, el beta reapalancado resulta ser de 1,03.

Para corroborar los cálculos, se ha realizado una ventana de regresiones móviles para analizar el comportamiento del beta de Walgreens a lo largo de los últimos años. Dicha metodología es conocida como *rolling beta*. Para ello, se ha estimado el beta entre el retorno de mercado de Walgreens (variable Y) y el retorno del S&P 500 (variable x), considerando una frecuencia semanal y ventanas temporales de 3 años, para múltiples ventanas temporales en los últimos 21 años. En dicho período, el beta osciló en un rango de 0,6 - 1,05, con una media de 0,75. Se puede apreciar que el beta se comporta de manera inestable por la dispersión de los valores. Además, se puede ver un drástico cambio de tendencia durante el 2020, como consecuencia de la Crisis del Coronavirus que afectó tanto al índice como a la acción de WBA. Previo al 2020, el beta de Walgreens oscilaba en un rango entre 0,9 0 y 1,05, y luego cayó drásticamente a niveles de 0,60 y posteriormente aumenta a niveles cercanos a 0,75.

Gráfico 24 – Rolling beta



Fuente: Elaboración propia.

Se decide utilizar el beta obtenido a través de compañías comparables, de 1,03, debido a que es considerado más representativo a la actualidad de la Compañía. Adicionalmente, el valor resulta

razonable en comparación a los niveles del Beta de Walgreens previo al desequilibrio de precios de la crisis del COVID-19.

5.2.1.2 Tasa libre de riesgo

La tasa de rendimiento sin riesgo es la tasa de rendimiento teórica de una inversión con riesgo cero. El tipo libre de riesgo representa el interés que un inversor esperaría de una inversión absolutamente libre de riesgo durante un período de tiempo determinado.

En la práctica, no existen instrumentos totalmente libres de riesgos, aunque se considera que los bonos emitidos por el Tesoro norteamericano, principalmente por sus casi nulas probabilidades de incumplimiento de pago, son libres de riesgo. Se decide utilizar como referencia la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a un plazo de 20 años, ya que consideramos que representa adecuadamente el retorno libre de riesgo requerido por un inversor en el largo plazo. Dicha tasa, a la fecha de valuación, se situaba en 1,85%, según los datos obtenidos a través del sitio oficial de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

El gráfico a continuación detalla la evolución de la tasa de los bonos estadounidenses a 20 años. Como se puede observar, a partir de 2019 se evidencia una caída del 3% al 1% que culmina con la crisis de mayo de 2020. Las tasas se mantuvieron constantes entre 1% y 1,5% durante el 2020. Posteriormente comenzaron a aumentar a medida que se recuperaba la economía y el consumo americano.

Gráfico 25 – Rendimiento del bono del Tesoro americano a 20 años



Fuente: FRED.

5.2.1.3 Prima de riesgo de mercado

La prima de riesgo de mercado es la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado representado por el índice S&P 500 y la tasa libre de riesgo. Para hallar la prima de riesgo se tomó el resto entre el retorno histórico del mercado y la tasa libre de riesgo. El retorno histórico del S&P 500 fue calculado con datos de frecuencia diaria del período entre 1960 y la fecha de valuación. Dicho promedio anualizado, arroja un rendimiento histórico de 9,37%. Luego se sustrae la tasa libre de riesgo del 1,85% definida anteriormente, resultando en una prima de riesgo de mercado de 7,52%.

5.2.1.4 Determinación Costo del Capital Accionario

Reemplazando los tres componentes definidos en el presente capítulo en la fórmula del modelo CAPM obtenemos un Costo del Capital Accionario de 9,62%:

$$K_e = R_L + B * PRM$$

$$K_e = 1,85\% + 1,03 * 7,52\% = 9,62\%$$

5.2.2 Costo de la Deuda

El costo de la deuda es el costo financiero de una empresa para financiar sus actividades o proyectos de inversión. Como hemos mencionado anteriormente, Walgreens es una compañía que es propietaria de tan solo el 8% de las localidades que opera. Su estrategia operativa se basa en el apalancamiento sobre los arrendamientos operativos y financieros, ya que este le permite optimizar el alcance a sus clientes. Los arrendamientos operativos tienen una incidencia significativa en la estructura de capital de la Compañía, ya que representan aproximadamente el 30% de la sumatoria del pasivo y el patrimonio neto, mientras que la deuda financiera representa tan solo el 11%. Por este motivo, se considera que el costo de los arrendamientos operativos representa adecuadamente el costo de la deuda de la Compañía.

Con el fin de utilizar una propiedad, la Compañía entra en contratos de arrendamientos que establecen una fecha de inicio para ejercer control sobre el activo, en este caso las locaciones físicas. En contraparte, la compañía deberá hacer pagos mensuales durante el período establecido en el acuerdo. Los futuros pagos establecidos, representan un pasivo que debe ser reconocido contablemente a valor presente, y estos son descontados a una tasa llamada *incremental borrowing rate* o tasa incremental de endeudamiento. Dicha tasa representa el costo que la Compañía debería incurrir para financiar un préstamo garantizado con un plazo y monto similar.

Se decide tomar la tasa incremental de endeudamiento de Walgreens para establecer el costo de la deuda. Por ende, el costo de la deuda de la Compañía es de 5,18%, según lo informado por la Compañía en el informe 10-K.

5.2.3 Determinación del Costo Promedio Ponderado del Capital

Una vez determinado cada componente para determinar el Coto Promedio Ponderado del Capital, se reemplazan los valores en la fórmula detallada a continuación:

Tabla 21 – Tasa de descuento

Costo Promedio Ponderado del Capital ("WACC")		
Al 31 de Agosto de 2021	WBA	Fuente
Beta ("Desapalancada") por método comparables	0,46	Estimación Propia / Yahoo Finance
% Deuda	61,21%	Deuda Financiera + Deuda por Arrendamientos Operativos y Financieros /10-K
% Capital Accionario	38,79%	Capitalización burzátil- Capital IQ
Impuesto corporativo	21,00%	Tasa corporativa efectiva de Impuesto a las Ganancias
Beta reapalancada	1,03	$Br = Bd * (1 + ((1 - t) * D / E))$
Tasa libre de riesgo	1,85%	Rendimiento de mercado de U.S. Treasury securities a 20 años (madurez constante) /FED
Prima de Riesgo de Mercado	7,52%	Retorno S&P 500 (1960 - 2021) - tasa libre de riesgo / Yahoo Finance
Costo Capital Accionario	9,62%	$Ke = BI * (Rm - Rf) + Rf + Rc + Sp$
Costo de deuda	5,18%	Tasa de endeudamiento incremental de los Arrendamientos Financieros /10-K
Impuesto corporativo	21,00%	Tasa corporativa efectiva de Impuesto a las Ganancias
Costo de Deuda (post impuestos)	4,09%	$Kd*(1-t) = Kd * (1 - t)$
% Deuda	61,21%	Deuda Financiera + Deuda por Arrendamientos Operativos y Financieros /10-K
% Capital Accionario	38,79%	Capitalización burzátil- Capital IQ
WACC Nominal	6,24%	$WACC = Kd*(1-t) * D + Ke * E$

Fuente: Elaboración propia.

Se determina que el Costo Promedio Ponderado del Capital es de 6,24% a la fecha de valuación.

5.3 Valor Terminal

Como bien sabemos, el método DCF se basa en determinar el valor presente de todos los flujos de fondos producidos por la compañía. Debido a que es inviable proyectar los FCF de la empresa de manera indefinida, se utiliza el valor terminal para capturar el valor de la compañía más allá del horizonte de proyección. El valor terminal, por lo general, equivale a una gran parte de la valuación total.

A continuación, se detalla el procedimiento para hallar el valor terminal de Walgreens a través del Método de Crecimiento a Perpetuidad.

5.3.1 Método de Crecimiento a Perpetuidad

El método de Crecimiento a Perpetuidad (PGM) calcula el valor terminal tomando el último año como una perpetuidad que crece a una tasa constante. Dicha tasa de crecimiento de la empresa debe ser establecida teniendo en cuenta el crecimiento esperado a largo plazo de la industria en cuestión. En este caso, considerando una inflación estable del 2% a largo plazo, y un crecimiento demográfico en

Estados Unidos y Europa del 1%, concluimos que la tasa de crecimiento a perpetuidad de Walgreens es del 3%.

El modelo tiene como componentes la tasa de crecimiento a perpetuidad, el FCF del último año dentro del horizonte establecido y el WACC hallado anteriormente, y se calcula de la siguiente manera.

$$Valor\ Terminal = \frac{FCF_t * (1 + g)}{WACC - g}$$

Hay que recordar que la tasa WACC determinada es de 6,24%, el flujo de fondos del 2026 es de \$6.853 millones y la tasa a perpetuidad es de 3%. Se obtiene un valor terminal de la Compañía de \$217.862 millones.

$$Valor\ Terminal = \frac{\$6.853 * (1 + 3,00\%)}{6,24\% - 3,00\%} = \$217.862$$

5.4 Valuación

Considerando todos los elementos antes mencionados, se procede a realizar la valuación de los flujos de fondos. A continuación, se expone el cálculo de estimación de valor del flujo de fondos libres de la firma proyectados para el **escenario base**:

Tabla 23 – Escenario base

Estimación de Valor	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Valor Terminal
Flujo de Fondos Libres de la Firma				3.640	6.221	6.391	6.556	6.853	217.862
WACC	6,24%								
Crecimiento a perpetuidad	3,0%								
Factor de Descuento				0,94	0,89	0,83	0,78	0,74	0,74
Valor Presente				3.426	5.512	5.330	5.146	5.063	160.968

Fuente: Elaboración propia.

La sumatoria del valor presente de cada flujo determina el valor de firma de la Compañía, es decir, tanto para accionistas como para acreedores. El valor de la firma asciende a \$185.445 millones a la fecha de valuación. Para arribar al valor del Capital Accionario, debemos sustraer al valor de la firma, la deuda y adicionar la caja. El valor del Capital Accionario resulta en \$117.357 millones. Considerando que el total de acciones en circulación a la fecha de valuación alcanzan un total de 865.312.568, el valor por acción de Walgreens resulta en \$135,62. El precio de la acción en el mercado a la fecha de valuación se encontraba en \$50,75. A continuación, se detalla el resultado de estimación de valor:

Tabla 22 – Resultado por flujo de fondos descontados

Valuación de Walgreens Boots Alliance	
<i>en millones \$ (excepto precio por acción)</i>	Base
VP Flujos de Fondos	24.477
VP Perpetuidad	160.968
Valor de la Empresa	185.445
(-) Deuda	(69.281)
(+) Caja	1.193
Valor Capital Accionario	117.357
Acciones Ordinarias	865
Precio por Acción	135,62

Fuente: Elaboración propia.

Adicionalmente, hemos realizado dos escenarios alternativos, con menor probabilidad de ocurrencia, que representen tanto una evolución pesimista del negocio, como una optimista.

El **Escenario Pesimista**, refleja un escenario desfavorable con respecto al escenario base. Para este escenario se asumen menores tasas de crecimiento impulsadas por el SSS y mayor presión sobre las tasas de reembolso. Se considera:

- Ventas segmento Estado Unidos: Decrecimiento SSS de -3,0% para el 2022, seguido de crecimiento gradual de 2% para 2023, y luego 3% para 2024-2026
- Ventas segmento internacional, subsegmento *retail*: Crecimiento SSS de 3,0%
- CAGR ventas consolidadas de 1,6%.
- Margen bruto del segmento Estados Unidos decreciente hasta un 19,5% en 2026, por mayores presiones de reembolso.
- Margen bruto del segmento internacional disminuye gradualmente hasta un 20% en 2026 por mayores presiones de reembolso.
- CAGR del EBITR en 0,4%, por disminución en eficiencia de gastos operativos y mayor presión de reembolso.

El **Escenario Optimista**, refleja un escenario favorable con respecto al escenario base. Para este escenario se asumen mayores tasas de crecimiento impulsadas por el SSS, cese en las presiones de reembolso y mayor eficiencia en gastos operativos. Se considera:

- Ventas segmento Estados Unidos: Decrecimiento SSS de -2%, seguido de crecimiento SSS de 3,0% y 4,0% para 2023 y 2024, y luego aceleración del crecimiento a 5% para 2025 y 2026.
- CAGR de las ventas consolidadas de 3,2%.
- Margen bruto del segmento Estados Unidos estable en 21,0% a partir de 2022.
- CAGR del EBIT en 3% por mayor eficiencia de gastos operativos y mayor ganancia bruta.

El escenario pesimista otorga un valor por acción de \$125,22, mientras que el escenario optimista establece un valor por acción de \$147,99, lo cual indicaría que el precio de mercado se encuentra por debajo de las valoraciones obtenidas.

Tabla 24 – Escenarios alternativos

Valuación de Walgreens Boots Alliance			
<i>en millones \$ (excepto precio por acción)</i>	Base	Pesimista	Optimista
VP Flujos de Fondos	24.477	23.268	25.076
VP Perpetuidad	160.968	153.173	171.069
Valor de la Empresa	185.445	176.441	196.146
(-) Deuda	(69.281)	(69.281)	(69.281)
(+) Caja	1.193	1.193	1.193
Valor Capital Accionario	117.357	108.354	128.058
Acciones Ordinarias	865	865	865
Precio por Acción	135,62	125,22	147,99

Fuente: Elaboración propia.



6. VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS COMPARABLES

El método de valuación por múltiplos de Compañías Comparables es el método más utilizado para hallar el valor intrínseco de una empresa. El núcleo del análisis de Compañías Comparables se enfoca en el universo de compañías que se asemeje a la empresa en cuestión. Una vez establecido el universo, se realiza una evaluación comparativa entre cada una utilizando estadísticas y ratios financieros de importancia. Se calculan los múltiplos para cada empresa para poder extrapolar un rango de valuación para la compañía que se busca analizar.

La valuación por múltiplos comparables está diseñada para reflejar la valoración actual basada en las condiciones de mercado y el sentimiento de los agentes económicos. Dado el contexto, en muchos casos puede surgir una valuación más relevante que el valor intrínseco obtenido a través del método DCF, como también se puede estar sujeto al sentimiento irracional de los inversores, lo que lleva a una valoración sesgada. A su vez, no existen dos compañías iguales, lo que hace que dicho método falle en capturar el valor real de la empresa.

En el caso de Walgreens Boots Alliance, las empresas públicas que compiten con la compañía dentro de la industria son CVS, Walmart, Costco y Kroger.

Compañías Comparables es un método que se utilizará en conjunto con el método DCF desarrollado anteriormente, para corroborar los resultados obtenidos.

6.1 Universo de Empresas Comparables

El universo de empresas comparables establecido fue el que se utilizó para hallar el Beta en el capítulo anterior. Las cuatro empresas elegidas fueron aquellas que superaron un proceso de evaluación y filtración tomando en cuenta variables como su ubicación geográfica, cantidad de locales, tanto propios como alquilados, cantidad de empleados y presencia en el mercado norteamericano. A continuación, se expone una lista de las compañías comparables utilizadas en la valuación con una descripción breve de cada una y ciertos datos relevantes.

Tabla 25 – Empresas comparables

(en millones \$)

Compañía	Ticker	Descripción de la Empresa	Valor de la Empresa	LTM Ventas	LTM EBITDAR
CVS Health Corp.	CVS	Es una empresa farmacéutica que ofrece una gama de productos y servicios, como asesoramiento a los pacientes respecto de sus medicamentos en sus locales, incorporación en programas para ayudar a controlar los costos de sus clientes, la manera en que se presta atención médica a los pacientes con sus afecciones, atención de farmacia para la	\$199.173	\$267.908	\$21.340
Walmart Inc.	WMT	Es una multinacional americana que participa en operaciones de venta al por menor, venta al por mayor y otras unidades en varios formatos en todo el mundo. Funciona como una cadena de hipermercados, almacenes grandes de descuento y	\$428.059	\$559.151	\$41.503
Costco Wholesale Corp.	COST	Se dedica a la operación de bodegas de membresía en los Estados Unidos y Puerto Rico, Canadá, Reino Unido, México, Japón, Australia, España y a través de sus filiales en Taiwán y Corea. La empresa ofrece productos en diversas categorías, que incluyen alimentos, artículos varios, línea dura, alimentos frescos, línea blanda y otros.	\$235.750	\$195.929	\$9.451
The Kroger Company	KR	Es una empresa minorista de alimentos que posee y opera supermercados y farmacias, tiendas de varios departamentos y centros logísticos en todo Estados Unidos.	\$51.667	\$132.498	\$6.867

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

Como bien sabemos, Walgreens está compuesta por farmacias, venta minorista y mayorista. Al abarcar distintos segmentos las compañías que se utilizaron dentro del universo son aquellas que compiten de alguna manera y a través de algún segmento con Walgreens.

6.2 Múltiplos

Para realizar la valuación se utilizaron los siguientes múltiplos:

- **Valor de la empresa / EBITDAR:** El múltiplo se compone por el valor de la compañía (patrimonio neto más la deuda) sobre el EBITDAR (ingresos antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones y rentas) generado por la empresa. Es un múltiplo muy similar al más utilizado como herramienta de valuación, que es $EV/EBITDA$, ya que compara el valor de la empresa con las ganancias generadas a través del núcleo del negocio. En este caso, no se tienen en cuenta las inversiones en capital (CapEx) lo cual permite comparar con empresas que tengan distintas estructuras de capital y si tiene en cuenta las rentas que son parte importante del negocio de Walgreens. Al excluir gastos no monetarios permite un enfoque más orientado a la generación de flujos de fondos.
- **Valor de la empresa / Ventas:** La diferencia con el múltiplo anterior se encuentra en el denominador. En este caso se toman los ingresos totales del año fiscal 2021 generados por la empresa. Este múltiplo se utiliza en gran medida dentro de la industria de venta minorista. Se diferencia del múltiplo del EBITDA ya que uno mira la capacidad de la compañía de generar ingresos y el otro se enfoca en la capacidad de generar flujos de fondos operativos.

Una vez establecidos los múltiplos adecuados, se procede a calcular los múltiplos para cada empresa. Para ello, se buscaron los datos en los balances más recientes de cada compañía para obtener los ingresos, el EBIT, las depreciaciones y amortizaciones, las rentas y el valor del patrimonio neto (capitalización bursátil) y la deuda. A partir de los valores obtenidos, se procedió a calcular los múltiplos para poder establecer un rango y hallar la media de la muestra. A continuación, se puede observar el *EV/EBITDAR* y el *EV/Ventas* de cada compañía del universo de comparables.

Tabla 26 – Múltiplos de empresas comparables

Análisis de múltiplos de empresas comparables		
Múltiplos de mercado (al 31/08/2021)		
Compañías comparables	EV / EBITDAR	EV / Revenue
CVS Health Corporation	9,33 x	0,66 x
Kroger	7,52 x	0,39 x
Costco Wholesale Corporation	24,94 x	1,08 x
Walmart Inc.	10,31 x	0,82 x
Walgreens Boots Alliance, Inc.	10,69 x	0,85 x
Media	13,03 x	0,74 x

Fuente: Elaboración propia en base a Capital IQ.

6.3 Valuación

A partir del promedio de la muestra de múltiplos comparables, se procede a realizar la valuación. El cálculo consiste en, por un lado, multiplicar el múltiplo de 13.03x por el EBITDAR de Walgreens al cierre del año fiscal 2021 para obtener el valor de la empresa, y, por otro lado, se multiplica el múltiplo de 0.74x por los ingresos en ese mismo momento. A ese valor se le resta la deuda y se le suma la caja, de la misma manera que se realizó la valuación por flujos de fondos descontados. Una vez determinado el valor del patrimonio neto, se divide por las acciones ordinarias y se obtiene un valor por acción.

Tabla 27 – Resultado por compañías comparables

Estimación de Valor		
Al 31 de agosto de 2021	EBITDAR	Revenue
Estado de Resultados 2021	10.593	132.510
Múltiplo EV	13,03 x	0,74 x
Valor por Múltiplos	138.015	97.722
(+) Caja e inversiones	1.193	1.193
(-) Deuda	69.281	69.281
Patrimonio Neto	69.927	29.634
Acciones ordinarias	865	865
Precio por acción	80,84	34,26

Fuente: Elaboración propia.

A partir de los límites de la muestra y la media calculada, se establece un rango de valores con respecto al múltiplo EBITDAR de entre 10,00x y 16,00x. Asimismo, mirando el EBITDAR calculado para

el año fiscal terminado en agosto de 2021 de Walgreens, se establece un rango de valores que ronda entre 9.000 y 12.000 millones. Se procedió a establecer un análisis de sensibilidad para estimar el valor de la acción.

Tabla 28 – Análisis de sensibilidad para EV/EBITDAR

		EV/EBITDAR						
		10,00 x	11,00 x	12,00 x	13,03 x	14,00 x	15,00 x	16,00 x
EBITDAR	9.000	25,33	35,74	46,14	56,86	66,95	77,35	87,76
	9.500	31,11	42,09	53,08	64,39	75,04	86,03	97,01
	10.000	36,89	48,45	60,01	71,92	83,14	94,70	106,26
	10.593	43,75	55,99	68,24	80,85	92,73	104,98	117,23
	11.000	48,45	61,17	73,89	86,99	99,32	112,04	124,75
	11.500	54,23	67,53	80,82	94,52	107,41	120,71	134,00
	12.000	60,01	73,89	87,76	102,05	115,51	129,38	143,25

Fuente: Elaboración propia.

De la misma manera, se establecen rangos para el múltiplo de ingresos entre 0,50x y 1,00x para realizar un análisis de sensibilidad y estimar el valor por acción.

Tabla 29 – Análisis de sensibilidad para EV/Ventas

		EV/Ventas						
		0,40 x	0,50 x	0,60 x	0,74 x	0,80 x	0,90 x	1,00 x
Ventas	126.000	(20,45)	(5,88)	8,68	29,08	37,82	52,38	66,95
	128.000	(19,52)	(4,73)	10,07	30,79	39,67	54,46	69,26
	130.000	(18,60)	(3,57)	11,46	32,50	41,52	56,55	71,57
	132.510	(17,44)	(2,12)	13,20	34,65	43,84	59,16	74,48
	134.000	(16,75)	(1,26)	14,23	35,92	45,22	60,71	76,20
	136.000	(15,82)	(0,10)	15,62	37,63	47,07	62,79	78,51
	138.000	(14,90)	1,05	17,01	39,34	48,92	64,87	80,82

Fuente: Elaboración propia.

Como podemos observar, el método de valuación de compañías comparables estima distintos valores de la acción de Walgreens dependiendo del múltiplo utilizado. Por un lado, a través del múltiplo EBITDAR el valor por acción ronda los \$80 mientras que, por otro, el múltiplo de ingresos estima un valor por acción cercano a \$35. Cabe recordar que el precio por acción de Walgreens al día de la fecha se encontraba en \$50,75.

7. CONCLUSIONES

Walgreens Boots Alliance es una corporación madura y consolidada en el mercado de *retail* farmacéutico con gran influencia en Estados Unidos y Europa. Forma parte de una industria compleja, especialmente por la cadena de suministros y el intercambio entre los distintos actores. Como hemos destacado, creemos que, a través de las estrategias planteadas y el buen manejo administrativo de la Compañía, Walgreens va a ser capaz de superar las adversidades y continuar brindando la mejor experiencia para el consumidor. A medida que la Compañía sea capaz de reflejar el progreso en sus balances, el precio de la acción irá acompañando con aumentos prolongados. Cabe recordar que el 31 de agosto de 2021, el precio de la acción de WBA se situaba en \$50,75.

El método de valuación de Flujo de Fondos Descontados depende completamente de los supuestos empleados. Es por eso por lo que se plantean distintos escenarios para demostrar los resultados con cumplimiento o incumplimiento de dichas suposiciones. El escenario base es el de mayor importancia dado que es el de mayor probabilidad de ocurrencia. A partir de un análisis de la información publicada en los balances e informes de la Compañía, de la industria a la que pertenece y del contexto macroeconómico se desarrollaron ciertas conjeturas que resultaron en una estimación del precio por acción de Walgreens de \$143,10. El análisis fundamental de la Compañía sostiene que la acción se encontraba por debajo de la estimación realizada al 31 de agosto de 2021. Los resultados a través de los distintos escenarios fueron los siguientes: \$129,65 el escenario pesimista y 156,14 el escenario optimista. Cabe destacar que en los distintos casos el valor estimado se encuentra por encima del precio de mercado.

Se obtuvieron dos resultados adversos a través del método de Compañías Comparables. Como se pudo observar en el análisis de sensibilidad de cada uno, los valores estimados se encuentran alrededor de \$80,85 para el múltiplo $EV/EBITDA$ y \$34,65 para el múltiplo $EV/Ventas$.

Para concluir, Walgreens Boots Alliance es una empresa líder en la industria farmacéutica estadounidense que se encuentra sometida a riesgos y presiones que han afectado su rendimiento en los últimos años. A pesar de ello, se ha adaptado de gran manera a la irrupción del COVID-19 y continúa su camino de innovación para poder seguir brindando el mejor servicio a sus clientes. Como podemos observar a través de las estimaciones, se espera que las nuevas estrategias logren desenvolver las capacidades que tiene la Compañía de cuidar y proteger la salud de la población.

8. BIBLIOGRAFÍA

Libros:

- Rosenbaum J. y Pearl J., *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*. John Wiley & Sons, Inc. Segunda edición. 2009.

Reportes financieros, encontrados en <https://investor.walgreensbootsalliance.com/home/default.aspx>:

- Walgreens Boots Alliance, *2021 Annual Report*. 14 de octubre de 2021.
- Walgreens Boots Alliance, *2020 Annual Report*. 15 de octubre de 2020.
- Walgreens Boots Alliance, *2019 Annual Report*. 28 de octubre de 2019.
- Walgreens Boots Alliance, *2018 Annual Report*. 11 de octubre de 2018.
- Walgreens Boots Alliance, *2017 Annual Report*. 25 de octubre de 2017.

Páginas web e informes de investigación:

- Página oficial de Walgreens Boots Alliance: <https://www.walgreensbootsalliance.com>
- Datos sobre cotización de acciones e índices: <https://finance.yahoo.com/?guccounter=1>
- Información económica oficial del Banco de la Reserva Federal de St. Louis: <https://fred.stlouisfed.org>
- Página oficial de la Reserva Federal de Estados Unidos: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>
- Sitio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico: <https://www.oecd-ilibrary.org>
- Página de Aswath Damodaran: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Perspectivas económicas de Estados Unidos: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47636/S2100988_en.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Noticia sobre precios de los medicamentos en Estados Unidos: <https://www.nytimes.com/2017/12/09/health/drug-prices-generics-insurance.html>
- Rand Corporation. Comparaciones Internacionales de precios de medicamentos y ventas por receta: https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR2956.html
- IQVIA: Farmacia nacional de Estados Unidos. Resumen del Mercado 2021: https://www.iqvia.com/-/media/iqvia/pdfs/us/publication/us-pharmacy-market-report-2021.pdf?_id=1655300434988

ANEXOS

Anexo 1 – Estado de situación patrimonial

Balance Consolidado					
Al 31 de Agosto (en Millones)	2017	2018	2019	2020	2021
Activos					
Activos Corrientes					
Caja y Equivalentes	3.301	785	1.023	516	1.193
Cuentas a Cobrar	6.528	6.573	7.226	7.132	5.663
Inventario	8.899	9.565	9.333	9.451	8.159
Otros activos corrientes	1.025	923	1.118	974	800
Total Activo Corrientes	19.753	17.846	18.700	18.073	15.814
Activos no Corrientes					
Propiedad, Planta y Equipo	13.642	13.911	13.478	13.342	12.247
Activo por derecho de uso en arrendamiento operativo	-	-	-	21.724	21.893
Goodwill	15.632	16.914	16.560	15.268	12.421
Activos Intangibles	10.156	11.783	10.876	10.753	9.936
Inversiones	6.320	6.610	6.851	7.338	6.987
Otros activos no corrientes	506	1.060	1.133	677	1.987
Total Activos no Corrientes	46.256	50.278	48.899	69.101	65.471
TOTAL ACTIVOS	66.009	68.124	67.598	87.174	81.285
Pasivos Corrientes					
Pasivos Corrientes					
Deuda Corto Plazo	251	1.966	5.738	3.538	1.305
Cuentas Comerciales a pagar	12.494	13.566	14.341	14.458	11.136
Obligaciones de arrendamiento operativo	-	-	-	2.426	2.259
Gastos devengados y otros pasivos	5.473	5.862	5.474	6.539	7.260
Impuestos a pagar	329	273	216	110	94
Total Pasivos Corrientes	18.547	21.667	25.769	27.070	22.054
Pasivos no Corrientes					
Deuda Largo Plazo	12.684	12.431	11.098	12.203	7.675
Obligaciones de arrendamiento operativo	-	-	-	21.973	22.153
Impuestos diferidos	2.281	1.815	1.785	1.498	1.850
Otros pasivos no corrientes	4.223	5.522	4.795	3.294	3.413
Total Pasivos no Corrientes	19.188	19.768	17.678	38.968	35.091
Patrimonio Neto					
Acciones ordinarias \$.01 valor par	12	12	12	12	12
Capital	10.339	10.493	10.639	10.761	10.988
Ganancias Retenidas	30.137	33.551	35.815	34.210	35.121
Otras pérdidas globales acumuladas	-3.051	-3.002	-3.897	-3.771	-2.109
Acciones de Tesorería	-9.971	-15.047	-19.057	-20.575	-20.593
Total de fondos propios de Walgreens Boots Alliance, Inc.	27.466	26.007	23.512	20.637	23.419
Participación no mayoritaria	808	682	641	498	402
Total PATRIMONIO NETO	28.274	26.689	24.152	21.136	23.822
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	66.009	68.124	67.598	87.174	81.285

Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía.

Anexo 2 – Balance porcentualizado

Balance Consolidado Porcentualizado						
Al 31 de Agosto	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Activos						
Activos Corrientes						
Caja y Equivalentes	5,0%	1,2%	1,5%	0,6%	1,5%	1,9%
Cuentas a Cobrar	9,9%	9,6%	10,7%	8,2%	7,0%	9,1%
Inventario	13,5%	14,0%	13,8%	10,8%	10,0%	12,4%
Otros activos corrientes	1,6%	1,4%	1,7%	1,1%	1,0%	1,3%
Total Activo Corrientes	29,9%	26,2%	27,7%	20,7%	19,5%	24,8%
Activos no Corrientes						
Propiedad, Planta y Equipo	20,7%	20,4%	19,9%	15,3%	15,1%	18,3%
Activo por derecho de uso en arrendamiento operativo				24,9%	26,9%	25,9%
Goodwill	23,7%	24,8%	24,5%	17,5%	15,3%	21,2%
Activos Intangibles	15,4%	17,3%	16,1%	12,3%	12,2%	14,7%
Inversiones	9,6%	9,7%	10,1%	8,4%	8,6%	9,3%
Otros activos no corrientes	0,8%	1,6%	1,7%	0,8%	2,4%	1,4%
Total Activos no Corrientes	70,1%	73,8%	72,3%	79,3%	80,5%	75,2%
TOTAL ACTIVOS	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pasivos Corrientes						
Pasivos Corrientes						
Deuda Corto Plazo	0,4%	2,9%	8,5%	4,1%	1,6%	3,5%
Cuentas Comerciales a pagar	18,9%	19,9%	21,2%	16,6%	13,7%	18,1%
Obligaciones de arrendamiento operativo				2,8%	2,8%	2,8%
Gastos devengados y otros pasivos	8,3%	8,6%	8,1%	7,5%	8,9%	8,3%
Impuestos a pagar	0,5%	0,4%	0,3%	0,1%	0,1%	0,3%
Total Pasivos Corrientes	28,1%	31,8%	38,1%	31,1%	27,1%	31,2%
Pasivos no Corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Deuda Largo Plazo	19,2%	18,2%	16,4%	14,0%	9,4%	15,5%
Obligaciones de arrendamiento operativo				25,2%	27,3%	26,2%
Impuestos diferidos	3,5%	2,7%	2,6%	1,7%	2,3%	2,6%
Otros pasivos no corrientes	6,4%	8,1%	7,1%	3,8%	4,2%	5,9%
Total Pasivos no Corrientes	29,1%	29,0%	26,2%	44,7%	43,2%	34,4%
Patrimonio Neto						
Acciones ordinarias \$.01 valor par	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capital	15,7%	15,4%	15,7%	12,3%	13,5%	14,5%
Ganancias Retenidas	45,7%	49,2%	53,0%	39,2%	43,2%	46,1%
Otras pérdidas globales acumuladas	-4,6%	-4,4%	-5,8%	-4,3%	-2,6%	-4,3%
Acciones de Tesorería	-15,1%	-22,1%	-28,2%	-23,6%	-25,3%	-22,9%
	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total de fondos propios de Walgreens Boots Alliance, Inc.	41,6%	38,2%	34,8%	23,7%	28,8%	33,4%
Participación no mayoritaria	1,2%	1,0%	0,9%	0,6%	0,5%	0,8%
Total PATRIMONIO NETO	42,8%	39,2%	35,7%	24,2%	29,3%	34,3%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 3 – Estado de Resultados consolidado y porcentualizado

Estado de Resultados					
Al 31 de Agosto (en millones)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	118.214	131.537	120.074	121.982	132.509
CMV	(89.052)	(100.745)	(91.915)	(95.905)	(104.442)
Margen Bruto	29.162	30.792	28.159	26.077	28.067
Gastos Amdinistrativos y Comerciales (incluyendo D&A)	(21.695)	(23.113)	(21.678)	(21.347)	(22.950)
Gastos Amdinistrativos y Comerciales	(20.041)	(21.343)	(19.640)	(19.420)	(20.977)
Depreciaciones y Amortizaciones	(1.654)	(1.770)	(2.038)	(1.927)	(1.973)
EBIT	7.467	7.679	6.481	4.730	5.117
Intereses	(643)	(577)	(650)	(613)	(905)
Impuestos	(760)	(998)	(577)	(339)	(667)
Ajustes de Ingresos Operativos, Intereses e Impuestos	(561)	(119)	(85)	(6)	711
Ganancia Neta	5.503	5.985	5.169	3.772	4.256

Estado de Resultados - Porcentualizados					
Al 31 de Agosto (en %)					
	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%
CMV	-75,3%	-76,6%	-76,5%	-78,6%	-78,8%
Margen Bruto	24,7%	23,4%	23,5%	21,4%	21,2%
Gastos Amdinistrativos y Comerciales (incluyendo D&A)	-18,4%	-17,6%	-18,1%	-17,5%	-17,3%
Gastos Amdinistrativos y Comerciales	-17,0%	-16,2%	-16,4%	-15,9%	-15,8%
Depreciaciones y Amortizaciones	-1,4%	-1,3%	-1,7%	-1,6%	-1,5%
EBIT	6,3%	5,8%	5,4%	3,9%	3,9%
Intereses	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,7%
Impuestos	-0,6%	-0,8%	-0,5%	-0,3%	-0,5%
Ajustes de Ingresos Operativos, Intereses e Impuestos	-0,5%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,5%
Ganancia Neta	4,7%	4,6%	4,3%	3,1%	3,2%

Fuente: 2017-2021 10-K de la Compañía y elaboración propia.

Anexo 3 – Cálculo de Depreciaciones y Amortizaciones

Cálculos D&A	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CAPEX 2022				1.629				
CAPEX 2023					1.665			
CAPEX 2024						1.713		
CAPEX 2025							1.783	
CAPEX 2026								1.869
D&A CAPEX								
D&A CAPEX 2022				-325,8	-325,8	-325,8	-325,8	-325,8
D&A CAPEX 2023					-333,0	-333,0	-333,0	-333,0
D&A CAPEX 2024						-342,5	-342,5	-342,5
D&A CAPEX 2025							-356,6	-356,6
D&A CAPEX 2026								-373,8
Total D&A CAPEX				-325,8	-658,8	-1001,4	-1358,0	-1731,7
PPE Balance al Inicio				12.247	11.765	11.246	10.654	9.967
Capex				1629	1665	1713	1783	1869
D&A Capex				-326	-659	-1001	-1358	-1732
D&A Histórico				-1785	-1525	-1303	-1113	-951
PPE Balance al Cierre			12.247	11.765	11.246	10.654	9.967	9.153
Total Depreciaciones				-2.111	-2.184	-2.304	-2.471	-2.682

Fuente: 2019-2021 10-K de la Compañía y elaboración propia.

Anexo 4 – Escenario optimista

Ventas	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos								
Locales al Inicio	9277	9277	9021	8965	8915	8865	8815	8815
Cierre de locales		256	56	50	50	50	0	0
Locales Finales	9277	9021	8965	8915	8865	8815	8815	8815
Ventas por local	11,3	11,9	12,5	12,2	12,6	13,1	13,8	14,5
Crecimiento Same Store Sale	2,00%	2,80%	5,10%	-2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%
(+) Ventas Estados Unidos	104.532	107.701	112.005	109.153	111.797	115.613	121.393	127.463
% Crecimiento				-2,5%	2,4%	3,4%	5,0%	5,0%
Internacional								
Locales al Inicio				4031	3981	3931	3881	3881
Locales cerrados				50	50	50	0	0
Locales Finales			4031	3981	3931	3881	3881	3881
Ventas por local			2,5	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1
Crecimiento Same Store Sale (mon)	-1,60%	-13,1%	6,7%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Ventas - Retail	10.829	9.405	10.033	10.503	10.890	11.181	11.628	12.094
% Crecimiento				4,7%	3,7%	2,7%	4,0%	4,0%
Ventas - Mayorista Alemania	4.713	4.876	10.472	11.729	12.667	13.554	14.231	14.801
% Crecimiento	ND	3,5%	114,8%	12,0%	8,0%	7,0%	5,0%	4,0%
(+) Ventas Internacionales	15.542	14.281	20.505	22.232	23.557	24.735	25.860	26.894
% Crecimiento				8,4%	6,0%	5,0%	4,5%	4,0%
(+) VENTAS WBA	120.074	121.982	132.510	131.384	135.353	140.348	147.253	154.357
% Crecimiento				-0,8%	3,0%	3,7%	4,9%	4,8%
Margen Bruto								
Estados Unidos								
(+) Ganancia Bruta	23.618	22.302	23.736	22.922	23.477	24.279	25.493	26.767
% de Ventas	22,6%	20,7%	21,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Internacional								
(+) Ganancia Bruta	4540	3774	4328	4.691	4.970	5.219	5.456	5.675
% de Ventas	29,2%	26,4%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%
(+) Margen Bruto Total	28.158	26.076	28.064	27.613	28.448	29.498	30.949	32.442
EBITR								
Estados Unidos								
(-) Gastos GC&A	(17.873)	(17.700)	(19.030)	(18.420)	(18.714)	(19.158)	(19.877)	(20.639)
% de Ventas	17,1%	16,4%	17,0%	16,9%	16,7%	16,6%	16,4%	16,2%
% Crecimiento		-1,0%	7,5%	-3,2%	1,6%	2,4%	3,8%	3,8%
(+) Rentas	(2.929)	(2.775)	(2.905)	(2.920)	(2.839)	(2.741)	(2.639)	(2.539)
% Rentas total	82,5%	82,9%	82,9%	82,9%	82,9%	82,9%	82,9%	82,9%
(+) Rentas total	2.929	2.775	2.905	2.920	2.839	2.741	2.639	2.539
SGA	(14.945)	(14.925)	(16.125)	(15.500)	(15.875)	(16.417)	(17.238)	(18.100)
% de Ventas	14,3%	13,9%	14,4%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
EBITR Estados Unidos	8.673	7.377	7.611	7.422	7.602	7.862	8.255	8.667
% Crecimiento		-15,0%	3,2%	-2,5%	2,4%	3,4%	5,0%	5,0%
Internacional								
(-) Gastos GC&A	(3.804)	(3.645)	(3.917)	(4.187)	(4.384)	(4.553)	(4.713)	(4.859)
% de Ventas	24,5%	25,5%	19,1%	18,9%	18,6%	18,4%	18,2%	18,1%
% Crecimiento		-4,2%	7,5%	6,9%	4,7%	3,9%	3,5%	3,1%
(+) Rentas	623	571	598	608	591	571	550	529
SGA	(3.181)	(3.074)	(3.319)	(3.579)	(3.793)	(3.982)	(4.163)	(4.330)
% de Ventas	20,5%	21,5%	16,2%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
EBITR Internacional	1.359	700	1.009	1.112	1.178	1.237	1.293	1.345
% Crecimiento		-48,5%	44,0%	10,2%	6,0%	5,0%	4,5%	4,0%
EBITR WBA	10.033	8.077	8.620	8.534	8.780	9.098	9.548	10.012
% Crecimiento				-1,0%	2,9%	3,6%	4,9%	4,9%
Flujo de Fondos Libres de la Firma								
(+) Ganancia antes de intereses, impuestos y rentas (EB)								
	10.033	8.077	8.620	8.534	8.780	9.098	9.548	10.012
(-) Impuestos								
Tasa impositiva				(1.792)	(1.844)	(1.911)	(2.005)	(2.103)
				21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
(+) Amortizaciones								
	2.038	1.927	1.973	2.137	2.205	2.325	2.495	2.712
% de Ventas	1,7%	1,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%
(-) Capex								
PPE	(1.702)	(1.374)	(1.379)	(1.629)	(1.678)	(1.740)	(1.826)	(1.914)
% de Ventas	1,4%	1,1%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Adquisiciones								
	(741)	(718)	(1.431)	(4.000)	(1.137)	(1.179)	(1.237)	(1.297)
% de Ventas	0,6%	0,6%	1,1%	3,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Cambios en Capital de Trabajo								
				314	-72	-90	-125	-128
Flujo de Fondos Libres de la Firma								
				3.563	6.254	6.503	6.850	7.283
Flujo de Fondos Libres de la Firma								
WACC	6,24%							
Crecimiento a pi	3,00%							
Factor de Descuento								
				0,94	0,89	0,83	0,78	0,74
Valor Presente				3.354	5.541	5.423	5.377	5.381
								171.069

Anexo 5 – Escenario pesimista

Ventas	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos								
Locales al Inicio	9277	9277	9021	8965	8915	8865	8815	8815
Cierre de locales		256	56	50	50	50	0	0
Locales Finales	9277	9021	8965	8915	8865	8815	8815	8815
Ventas por local	11,3	11,9	12,5	12,1	12,4	12,7	13,1	13,5
Crecimiento Same Store Sale	2,00%	2,80%	5,10%	-3,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%
(+) Ventas Estados Unidos	104.532	107.701	112.005	108.039	109.582	112.232	115.599	119.067
% Crecimiento				-3,5%	1,4%	2,4%	3,0%	3,0%
Internacional								
Locales al Inicio				4031	3981	3931	3881	3881
Locales cerrados				50	50	50	0	0
Locales Finales			4031	3981	3931	3881	3881	3881
Ventas por local			2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9
Crecimiento Same Store Sale (mon)	-1,60%	-13,1%	6,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ventas - Retail	10.829	9.405	10.033	10.206	10.380	10.555	10.872	11.198
% Crecimiento				1,7%	1,7%	1,7%	3,0%	3,0%
Ventas - Mayorista Alemania	4.713	4.876	10.472	11.310	11.988	12.468	12.967	13.485
% Crecimiento	ND	3,5%	114,8%	8,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%
(+) Ventas Internacionales	15.542	14.281	20.505	21.516	22.368	23.023	23.839	24.683
% Crecimiento				4,9%	4,0%	2,9%	3,5%	3,5%
(+) VENTAS WBA	120.074	121.982	132.510	129.554	131.950	135.256	139.438	143.751
% Crecimiento				-2,2%	1,8%	2,5%	3,1%	3,1%
Margen Bruto								
Estados Unidos								
(+) Ganancia Bruta	23.618	22.302	23.736	22.904	22.464	22.446	22.773	23.218
% de Ventas	22,6%	20,7%	21,2%	21,2%	20,5%	20,0%	19,7%	19,5%
Internacional								
(+) Ganancia Bruta	4540	3774	4328	4.540	4.586	4.743	4.887	4.937
% de Ventas	29,2%	26,4%	21,1%	21,1%	20,5%	20,6%	20,5%	20,0%
(+) Margen Bruto Total	28.158	26.076	28.064	27.444	27.050	27.189	27.660	28.155
EBITR								
Estados Unidos								
(-) Gastos GC&A	(17.873)	(17.700)	(19.030)	(18.478)	(18.180)	(18.005)	(18.072)	(18.197)
% de Ventas	17,1%	16,4%	17,0%	17,1%	16,6%	16,0%	15,6%	15,3%
% Crecimiento		-1,0%	7,5%	-2,9%	-1,6%	-1,0%	0,4%	0,7%
(+) Rentas	2.929	2.775	2.905	2.920	2.839	2.741	2.639	2.539
EBITR Estados Unidos	8.673	7.377	7.611	7.347	7.123	7.183	7.341	7.561
% Crecimiento		-15,0%	3,2%	-3,5%	-3,0%	0,8%	2,2%	3,0%
Internacional								
(-) Gastos GC&A	(3.804)	(3.645)	(3.917)	(4.072)	(4.058)	(4.162)	(4.245)	(4.231)
% de Ventas	24,5%	25,5%	19,1%	18,9%	18,1%	18,1%	17,8%	17,1%
% Crecimiento		-4,2%	7,5%	4,0%	-0,3%	2,6%	2,0%	-0,3%
(+) Rentas SGA	623	571	598	608	591	571	550	529
% de Ventas	(3.181)	(3.074)	(3.319)	(3.464)	(3.467)	(3.592)	(3.695)	(3.703)
	20,5%	21,5%	16,2%	16,1%	15,5%	15,6%	15,5%	15,0%
EBITR Internacional	1.359	700	1.009	1.076	1.118	1.151	1.192	1.234
% Crecimiento		-48,5%	44,0%	6,6%	4,0%	2,9%	3,5%	3,5%
EBITR WBA	10.033	8.077	8.620	8.422	8.241	8.334	8.532	8.795
% Crecimiento				-2,3%	-2,2%	1,1%	2,4%	3,1%
Flujo de Fondos Libres de la Firma								
(+) Ganancia antes de intereses, impuestos y	10.033	8.077	8.620	8.422	8.241	8.334	8.532	8.795
(-) Impuestos				(1.769)	(1.731)	(1.750)	(1.792)	(1.847)
Tasa impositiva				21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
(+) Amortizaciones	2.038	1.927	1.973	2.132	2.192	2.299	2.450	2.641
% de Ventas	1,7%	1,6%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%
(-) Capex								
PPE	(1.702)	(1.374)	(1.379)	(1.606)	(1.636)	(1.677)	(1.729)	(1.783)
% de Ventas	1,4%	1,1%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Adquisiciones	(741)	(718)	(1.431)	(4.000)	(1.108)	(1.136)	(1.171)	(1.208)
% de Ventas	0,6%	0,6%	1,1%	3,1%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Cambios en Capital de Trabajo				347	-43	-60	-76	-78
				2022	2023	2024	2025	2026 Valor terminal
Flujo de Fondos Libres de la Firma				3.526	5.915	6.010	6.215	6.521
WACC	6,24%							
Creci	3,00%							
Factor de Descuento				0,94	0,89	0,83	0,78	0,74
Valor Presente				3.319	5.240	5.012	4.879	4.818
								153.173