



Universidad de
San Andrés

Escuela de Negocios

Licenciatura en Administración de Empresas y Contador Público

Valuación de Ulta Beauty, Inc.

Autor: Sofía Gastaldi

Legajo: 30276

Mentor: Diego Fernández Molero

Buenos Aires, 21 de diciembre de 2022

AGRADECIMIENTOS

Quiero dedicarle este espacio a todas las personas que formaron parte de mi vida durante estos cinco años de carrera. Estoy eternamente agradecida por todos los aprendizajes obtenidos, tanto por dentro como por fuera de las clases, que son los que me llevaron a desarrollar el trabajo que presento a continuación.

Agradezco inmensamente a mi mentor, Diego Fernández Molero, por ayudarme a enfrentarme a este desafío y por ser quien me introdujo al apasionante mundo de las finanzas.

A mi familia, por apoyarme y darme todas las herramientas necesarias para lograr mis objetivos. A mis amigos, por acompañarme, valorarme y estar siempre ahí para mí.



ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO	3
1. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO	4
1.1 Sobre la empresa	4
1.2 Su estrategia	7
1.3 Salida a la bolsa	9
2. ANÁLISIS FINANCIERO	11
2.1 Estado de Situación Patrimonial	11
2.1.1 Análisis Vertical del Estado de Situación Patrimonial	12
2.1.2 Análisis Horizontal del Estado de Situación Patrimonial	13
2.2 Estado de Resultados	15
2.2.1 Análisis Vertical del Estado de Resultados	16
2.2.2 Análisis Horizontal del Estado de Resultados	17
2.3 Análisis de Ratios	18
2.3.1 Ratios de liquidez	18
2.3.2 Ratios de leverage	19
2.3.3 Ratios de actividad	20
2.3.4 Ratios de rentabilidad	23
2.4 Conclusiones del Análisis Financiero	24
3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA	26
3.1 Industria de la belleza en Estados Unidos	26
3.2 Industria del retail de belleza en Estados Unidos	27
3.3 Posicionamiento competitivo y competencia	28
3.4 Ratios de la competencia	31
4. VALUACIÓN	35
4.1 Valuación intrínseca a través del modelo Free Cash Flows to the Firm	35
4.2 Calculando los flujos de fondos futuros	36
4.2.1 Proyección de los ingresos	37
4.2.2 Proyección de los costos de venta y gastos operativos	39
4.2.3 Proyección de las inversiones en CAPEX	41
4.2.4 Proyección de las depreciaciones y amortizaciones	42
4.2.5 Proyección de las variaciones del capital de trabajo	43
4.3 WACC	45
4.4 Resultados de la valuación	48
5. BIBLIOGRAFÍA	50

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este trabajo es estimar el valor de una acción de Ulta Beauty Inc (NASDAQ: ULTA) al 30 de enero de 2021 a través del enfoque de valuación intrínseca aplicando el modelo de *Free Cash Flows to the Firm*. En dicho modelo se proyectan los flujos de fondos libres futuros (que luego se descuentan utilizando el WACC) para estimar el *Enterprise Value* de la empresa, y a partir del mismo, el valor accionario.

Ulta Beauty Inc es una cadena de tiendas en las cuales se comercializan productos de belleza y se ofrecen servicios de salón. La empresa opera únicamente en Estados Unidos y en el ejercicio fiscal 2020 había obtenido ingresos por más de 6,1 mil millones de dólares. A la fecha de esta valuación la acción de Ulta Beauty cotizaba a un precio de 279,76 dólares, logrando alcanzar una capitalización de mercado de 15,761 mil millones de dólares.

Antes de estimar el valor accionario se llevará a cabo una descripción de la empresa, se la analizará financieramente y se investigará acerca de la industria a la que pertenece. Este análisis profundo de la compañía y su contexto nos ayudará a seleccionar supuestos razonables para la valuación.

Una vez realizada la valuación, en función del valor estimado, se confirmará si al 30 de enero de 2021, Ulta Beauty estaba efectivamente sobrevaluada, subvaluada o si se encontraba valuada justamente.

1. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

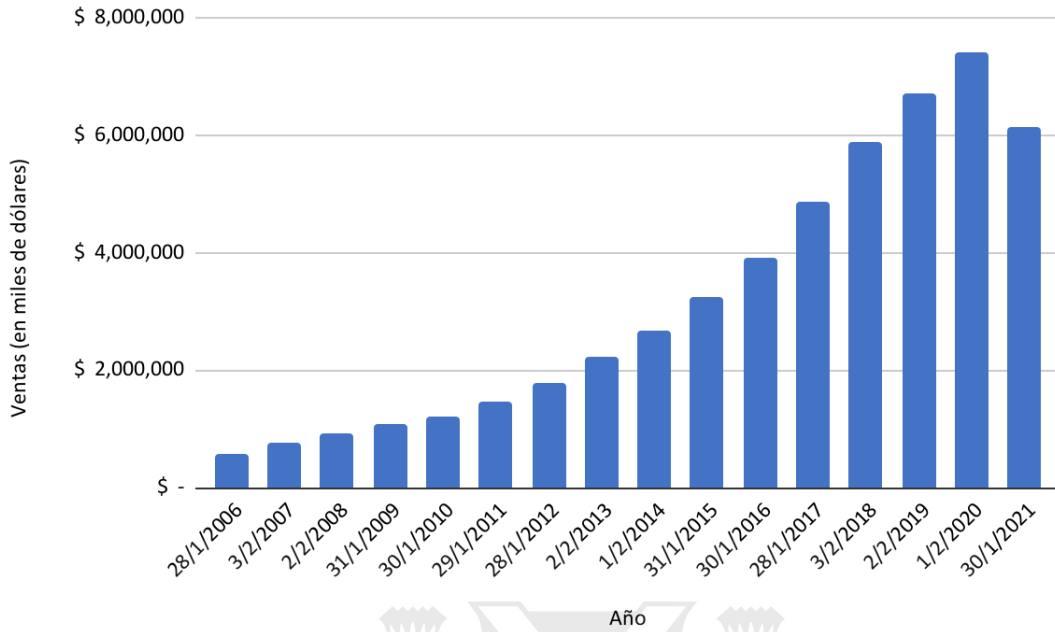
1.1 Sobre la empresa

Ulta Beauty Inc, inicialmente llamada Ulta3, es una cadena estadounidense que comercializa productos de belleza tales como cosméticos, fragancias y productos para el cuidado de la piel, el pelo, y las uñas. Según los estados financieros de Ulta, sus tiendas, la página web, y la aplicación móvil, ofrecen más de 25.000 productos de más de 600 marcas, que incluye su línea propia *The Ulta Beauty Collection*.

La empresa fue fundada en 1990 por Terry Hanson y Dick George en un contexto en el que los productos de salón se vendían a través de distintos canales: los productos de lujo en tiendas departamentales, los productos masivos en farmacias, y los productos profesionales para el cuidado del cabello en salones y puntos de venta autorizados. Ulta Beauty desarrolló un concepto único de comercio minorista en el que se ofrece, en un único punto de venta, una amplia gama de marcas a un rango de precios diverso. Se trata de una propuesta de valor convincente en un entorno de compras conveniente y acogedor.

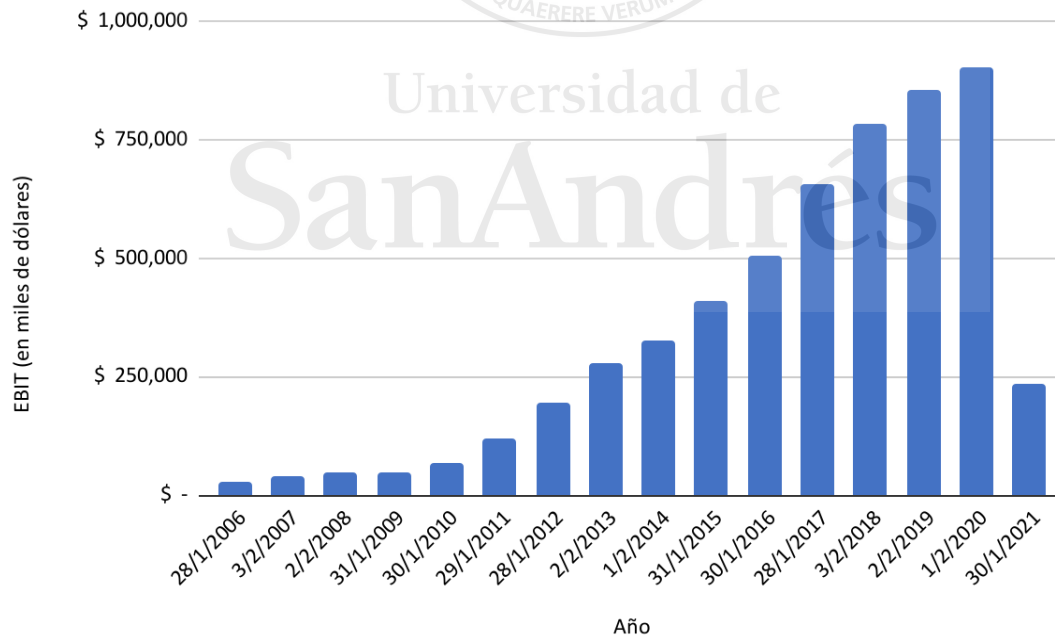
En sus inicios, Hanson y George comenzaron con tan solo cinco tiendas en los suburbios de Chicago, Illinois. Hoy en día, treinta años desde sus inicios, es la empresa de *retail* de belleza más grande de Estados Unidos obteniendo ventas anuales de más de seis mil millones de dólares. Además, Ulta Beauty cuenta con más de 1.200 locales distribuidos en los 50 estados de Estados Unidos, país con el mayor mercado de belleza del mundo con un 20% de las ventas globales (Danziger, 2019).

Cuadro 1: Ventas netas anuales de Ulta Beauty en miles de dólares FY 2005 - FY 2020



Fuente: Estados Contables en formato 10-K de Ulta Beauty (FY 2005 - FY 2020) y elaboración propia.

Cuadro 2: EBIT de Ulta Beauty en miles de dólares FY 2005 - FY 2020

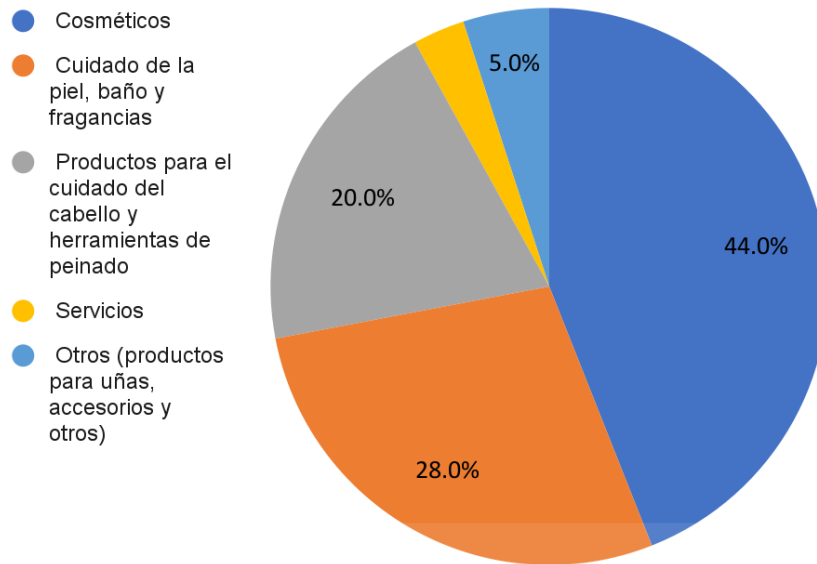


Fuente: Estados Contables en formato 10-K de Ulta Beauty (FY 2005 - FY 2020) y elaboración propia.

La empresa define tres aspectos clave para su negocio: la experiencia en compras, la propuesta de valor y la conveniencia. En primer lugar, la experiencia del cliente al iniciar el proceso de compra se ve fomentada por los ambientes luminosos y abiertos de cada uno de los locales, como también por su página web y aplicación móvil, con un interfaz fácil de usar. En segundo lugar, en Ulta Beauty creen que enfocarse en la propuesta de valor lleva a la lealtad por parte de los clientes. Es por ello que ofrecen el programa *Ultamate Rewards*, cuentan con una plataforma de CRM y otorgan de manera frecuente promociones, cupones, eventos y regalos con cada compra. En último lugar, su modelo de negocio se caracteriza por ser conveniente. La empresa es definida como tal dado que ofrece múltiples formas a través de las cuales comprar, está ubicada en zonas de alto tráfico y sus tiendas son sumamente espaciales ya que el local promedio de Ulta Beauty cuenta con más de 900 metros cuadrados de tamaño.

En cuanto a su consumidor objetivo, la compañía lo define como un entusiasta de la belleza, es decir, un consumidor apasionado por la categoría de belleza y con altas expectativas en la experiencia de compra. Ulta Beauty estima que este segmento *target* representa aproximadamente el 57 % de los compradores, que, a su vez, son responsables del 77 % del consumo en la categoría de belleza en Estados Unidos.

Cuadro 3: Ventas de Ulta Beauty por Mix FY 2020 en %



Fuente: Estados Contables en formato 10-K de Ulta Beauty FY 2020 y elaboración propia.

Por último, vale mencionar que las ventas de la empresa se ven afectadas por la estacionalidad. Una proporción significativa de sus ventas netas y ganancias son generadas durante el último trimestre del año debido a la temporada de vacaciones. Las ventas de la empresa también aumentan fuertemente durante ciertas fechas tales como San Valentín y el día de la madre, aunque en una menor proporción en comparación a la época festiva.

1.2 Su estrategia

En lo que respecta a la estrategia de la empresa al 30 de enero de 2021, la misma se encontraba en un contexto difícil en donde las preocupaciones por la salud y la seguridad eran prioridad, los consumidores estaban adoptando nuevos comportamientos de compra de manera rápida, los costos operativos estaban en aumento y muchos minoristas habían enfrentado desafíos financieros que llevaron al cierre de gran cantidad de tiendas. Debido al impacto que estos cambios van a tener en la categoría de belleza, Ulta Beauty tiene la intención de aprovechar las fortalezas de su modelo operativo e inversiones para posicionarse como una empresa de éxito continuo después del COVID-19. Para poder obtener dicho éxito,

la empresa pone el foco en diversas acciones para poder incrementar su participación de mercado a largo plazo y extender sus ventajas competitivas.

Una de estas acciones se vincula con fomentar la lealtad de los clientes hacia Ulta Beauty. A la fecha de la valuación, la empresa contaba con 30,7 millones de miembros del programa de lealtad *Ultamate Rewards* y son quienes representaron más del 94% de las ventas totales de la empresa. Además, este segmento se caracteriza por ser los que con más frecuencia compran y los que más gastan por visita. Por lo tanto, una de las estrategias es evolucionar la propuesta de valor de *Ultamate Rewards* personalizando la experiencia del cliente para crear mayor conexión, vínculo y lealtad con los miembros del programa.

Las encuestas a clientes y los datos de los miembros del programa de fidelización confirman que los mismos prefieren realizar transacciones en tiendas físicas, donde pueden descubrir e interactuar con productos y otros entusiastas de la belleza. Por lo tanto, otra de las acciones en desarrollo es construir operaciones omnicanal para conectar a los clientes a través de distintos medios de compra para lograr sinergias entre sus canales físicos y digitales.

La visión de la empresa es convertirse en el destino favorito de los entusiastas de la belleza al reinventar la experiencia del cliente de principio a fin, facilitar la inspiración, el descubrimiento, la experimentación y servir como una guía confiable, independientemente del canal. A su vez, declaran que la belleza es para todos, independientemente de la edad, el tamaño, el tono de piel, la cultura o el género. Además, en cuanto a la cultura organizacional que se busca generar, su visión es proporcionar un entorno en el que cada colaborador sienta que puede contribuir plenamente y desarrollar todo su potencial.

Vale mencionar también que en línea con sus prioridades estratégicas, la empresa formó recientemente una alianza con Target Corporation para crear “Ulta Beauty en Target”. Se trata de un concepto “tienda en tienda” donde se comenzarán a

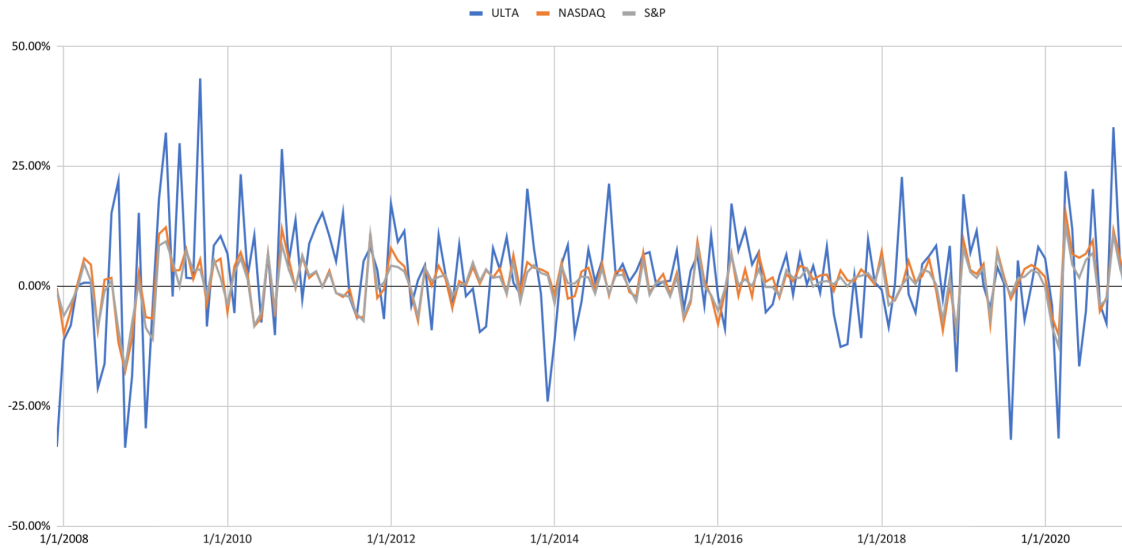
comercializar una variedad limitada de productos de Ulta Beauty en los locales de Target a partir de la segunda mitad de 2021. Se empezará con la instalación en 100 locales de Target pero se espera escalar a cientos más con el paso del tiempo.

1.3 Salida a la bolsa

La trayectoria de Ulta Beauty en la bolsa comienza el 25 de octubre de 2007, fecha en la que la empresa comenzó a cotizar en NASDAQ bajo el *ticker* ULTA. Algunos de los requisitos para que una empresa esté listada en esta bolsa incluye tener un *equity* de al menos 2 millones de dólares y activos totales mayores a 4 millones de dólares.

La empresa, a través de un IPO con JP Morgan como su *underwriter*, iba a ofrecer 8,548 millones de acciones a un precio de entre 14 y 16 dólares por acción. De las acciones ofertadas, 7,667 millones iban a ser vendidas por la empresa y 881.091 por los accionistas (Reuters, 2007). Sin embargo, a la hora de salir a la bolsa, Ulta fijó el precio de su acción a 18 dólares debido al fuerte interés por parte del sector inversor y a mediados de ese mismo día, la acción ya había subido a un precio de 29,25 dólares (MarketWatch, 2007).

Cuadro 4: Evolución de los retornos mensuales de Ulta Beauty, S&P y NASDAQ desde la salida a la bolsa de Ulta Beauty hasta el 30 de enero de 2021



Fuente: Elaboración propia de los retornos habiendo obtenido los precios históricos en *Yahoo Finance*.

Al 30 de enero de 2021, fecha de esta valuación, la acción de Ulta Beauty cotizaba a 279,76 dólares estadounidenses. La empresa forma parte del ranking Fortune 500 y además, desde el 15 de abril de 2016, es uno de los componentes del índice S&P 500 con un *weight* del 0,05436 %. Cabe destacar también que Ulta Beauty no paga dividendos en efectivo.

San Andrés

2. ANÁLISIS FINANCIERO

Habiendo descrito a la empresa bajo análisis, se llevará a cabo un estudio cuantitativo sobre Ulta Beauty a través del análisis de las variaciones y el cálculo de diversos ratios.

En este capítulo, cuando se hace mención a los años "2020", "2019", "2018" y "2017", se trata de referencias a los ejercicios fiscales de Ulta Beauty que finalizan el 30 de enero de 2021, el 1 de febrero de 2020, el 2 de febrero de 2019 y el 3 de febrero de 2018, respectivamente.

2.1 Estado de Situación Patrimonial

Estado de Situación Patrimonial consolidado en miles de dólares

	30 de enero 2021	1 de febrero 2020	Variación	AH	AV
Activo					
Activo corriente					
Caja y equivalentes de caja	1.046.051	392.325	653.726	166,63%	20,55%
Inversiones de corto plazo	-	110.000	(110.000)	-100,00%	0,00%
Cuentas por cobrar, netas	193.109	139.337	53.772	38,59%	3,79%
Inventarios, netos	1.168.215	1.293.701	(125.486)	-9,70%	22,95%
Gastos pagados por adelantado y otros activos corrientes	107.402	103.567	3.835	3,70%	2,11%
Impuestos pagados por adelantado	-	16.387	(16.387)	-100,00%	0,00%
Activo corriente total	2.514.777	2.055.317	459.460	22,35%	49,41%
Activo no corriente					
Propiedad y equipo, netos	995.795	1.205.524	(209.729)	-17,40%	19,56%
Activos por arrendamiento operativo	1.504.614	1.537.565	(32.951)	-2,14%	29,56%
Valor llave	10.870	10.870	-	0,00%	0,21%
Otros activos intangibles, netos	2.465	3.391	(926)	-27,31%	0,05%
Activos del plan de compensación diferidos	33.223	27.849	5.374	19,30%	0,65%
Otros activos no corrientes	28.225	23.356	4.869	20,85%	0,55%

Activos no corrientes totales	2.575.192	2.808.555	(233.363)	-8,31%	50,59%
Activos totales	5.089.969	4.863.872	226.097	4,65%	100,00%
Pasivo y patrimonio neto					
Pasivo corriente					
Cuentas por pagar	477.052	414.009	63.043	15,23%	9,37%
Pasivos acumulados	296.334	246.088	50.246	20,42%	5,82%
Ingresos diferidos	274.383	237.535	36.848	15,51%	5,39%
Pasivos corrientes por arrendamiento operativo	253.415	239.629	13.786	5,75%	4,98%
Impuestos acumulados	42.529	-	42.529	-	0,84%
Pasivo corriente total	1.343.713	1.137.261	206.452	18,15%	26,40%
Pasivo no corriente					
Pasivos no corrientes por arrendamiento operativo	1.643.386	1.698.718	(55.332)	-3,26%	32,29%
Impuestos diferidos	65.359	89.367	(24.008)	-26,86%	1,28%
Otros pasivos no corrientes	37.962	36.432	1.530	4,20%	0,75%
Pasivo no corriente total	1.746.707	1.824.517	(77.810)	-4,26%	34,32%
Pasivo total	3.090.420	2.961.778	128.642	4,34%	60,72%
Patrimonio neto					
Acciones ordinarias	569	573	(4)	-0,70%	0,01%
Acciones de tesorería ordinarias, al costo	(37.801)	(34.448)	(3.353)	9,73%	-0,74%
Pago adicional en capital	847.303	807.492	39.811	4,93%	16,65%
Ganancias retenidas	1.189.422	1.128.477	60.945	5,40%	23,37%
Otros resultados integrales acumulados	56	-	56	-	0,00%
Patrimonio neto total	1.999.549	1.902.094	97.455	5,12%	39,28%
Pasivo y patrimonio neto total	5.089.969	4.863.872	226.097	4,65%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

2.1.1 Análisis Vertical del Estado de Situación Patrimonial

En el Estado de Situación Patrimonial, el **activo corriente** representó en el ejercicio fiscal 2020 un 49,41 % del activo mientras que en 2019 fue un 42,26 %. En ambos años, las cuentas con mayor ponderación fueron *caja y equivalentes de caja e inventarios de mercancías, neto*. La primera se compone por efectivo, inversiones de alta liquidez y cuentas por cobrar de instituciones financieras de

terceros por transacciones con tarjetas de crédito y débito. En cuanto a la segunda, dado que parte de la propuesta de valor de la empresa es ofrecer una gran variedad de productos en un solo lugar, una tienda típica de Ulta Beauty cuenta con más de 25.000 productos de más de 600 marcas. Por lo tanto, la empresa necesita contar en todo momento con grandes cantidades de inventarios para abastecer cada una de las tiendas.

En cuanto al **activo no corriente**, este representó el 50,59 % en 2020 y el 57,74 % en 2019. Las cuentas más pertinentes fueron *activos de arrendamiento operativo* y *propiedades y equipo, netos*. Las propiedades y equipo se valúan al costo neto de la depreciación acumulada, y se amortizan usando el método lineal durante la vida útil estimada de los activos. La empresa arrienda tiendas de *retail*, centros de distribución, centros de despachante, oficinas corporativas y ciertos equipos y todas estas son clasificadas como arrendamientos operativos. El valor razonable de los activos de arrendamiento operativo es determinado bajo el enfoque de mercado utilizando evaluaciones de renta de mercado estimadas basadas en cotizaciones de corredores.

En cuanto al **pasivo**, este representó en ambos años un poco más del 60 % del activo. El pasivo corriente fue del 26,40 % en 2020 y 23,38 % en 2019 y las cuentas más significativas fueron *cuentas por pagar* y *pasivos acumulados*. Los pasivos acumulados incluyen impuestos acumulados, nómina acumulada, bonos y beneficios para los empleados, y otros pasivos acumulados. En lo que refiere al **patrimonio neto**, este se mantuvo en un poco más del 39 % en ambos años. Las cuentas principales del rubro fueron *pagos adicionales de capital* y *ganancias retenidas*.

2.1.2 Análisis Horizontal del Estado de Situación Patrimonial

Dentro del **activo**, el rubro que más variación tuvo fue *caja y equivalentes de caja* tanto en términos porcentuales como valores absolutos. Según los estados contables de la empresa, las principales razones por las cuales la empresa

requiere de liquidez incluye: pagar alquileres, *CAPEX* para tiendas nuevas, mayores inventarios en base a la expansión de tiendas y nuevas marcas, entre otras. En el año fiscal 2020, los gastos de capital se redujeron ya que la empresa decidió tomar medidas para preservar la liquidez ante el contexto incierto de COVID-19.

Luego, le siguen las *inversiones de corto plazo*, las cuales se redujeron en un 100 %. Estas inversiones consistían de certificados de depósito con vencimiento de tres a doce meses desde la fecha de la compra y la empresa no volvió a invertir en las mismas. En cambio, se optó por invertir en proyectos de energías renovables, los cuales son inversiones de largo plazo que se encuentran en el rubro de *otros activos no corrientes*.

En lo que respecta a las *cuentas por cobrar*, estas variaron positivamente en un 38,59 %. Esto llama la atención ya que las ventas de la empresa se redujeron en relación al año fiscal previo. Sin embargo, las cuentas por cobrar están compuestas no solo por montos adeudados por proveedores sino también por montos relacionados con el crédito por retención de empleados. Al 30 de enero de 2021 este crédito fue de alrededor de 52 millones de dólares, mientras que al 1 de febrero de 2020 no había ninguna cuenta por cobrar por el crédito de retención de empleados. Por lo tanto, podemos atribuir gran parte de la variación positiva al saldo de este crédito.

Otro rubro que varió significativamente fue *propiedad y equipo, netos* con una reducción del 17,40 %. En 2019, Ulta Beauty anunció planes para comenzar a expandirse internacionalmente empezando por Canadá. Sin embargo, dado el contexto de pandemia, en septiembre de 2020 la empresa tuvo que priorizar sus operaciones en Estados Unidos lo cual llevó a la reducción de las construcciones en progreso.

En cuanto al **pasivo**, un rubro con alta variación fue *pasivos acumulados* con una disminución del 20,42 %. Este rubro se compone de nómina acumulada, impuestos acumulados y otros pasivos acumulados. De un año fiscal al otro, si bien los impuestos acumulados y otros pasivos acumulados se redujeron levemente, la nómina acumulada se duplicó. Por lo tanto, el aumento significativo en la nómina acumulada fue lo que más impactó en este rubro.

2.2 Estado de Resultados

Estado de Resultados en miles de dólares

	30 de enero 2021	1 de febrero 2020	2 de febrero 2019	Variación	AH FY 2020	AV FY 2020	AV FY 2019
Ventas netas	6.151.953	7.398.068	6.716.615	(1.246.115)	-16,84%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	4.202.794	4.717.004	4.307.304	(514.210)	-10,90%	68,32%	63,76%
Resultado bruto	1.949.159	2.681.064	2.409.311	(731.905)	-27,30%	31,68%	36,24%
Gastos de venta, generales y administrativos	1.583.017	1.760.716	1.535.464	(177.699)	-10,09%	25,73%	23,80%
Deterioro, reestructuración y otros costos	114.322	-	-	114.322	100%	1,86%	0,00%
Gastos de preapertura	15.000	19.254	19.767	(4.254)	-22,09%	0,24%	0,26%
Resultado operativo	236.820	901.094	854.080	(664.274)	-73,72%	3,85%	12,18%
Gastos (ingresos) por intereses, neto	5.735	(5.056)	(5.061)	10.791	-213,43%	0,09%	-0,07%
Ingresos antes de impuesto a las ganancias	231.085	906.150	859.141	(675.065)	-74,50%	3,76%	12,25%
Impuesto a las ganancias	55.250	200.205	200.582	(144.955)	-72,40%	0,90%	2,71%
Resultado neto	175.835	705.945	658.559	(530.110)	-75,09%	2,86%	9,54%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

2.2.1 Análisis Vertical del Estado de Resultados

En cuanto al análisis vertical del Estado de Resultados, en primer lugar nos encontramos con que los costos (que incluyen el costo de mercadería vendida, costos de distribución, costos logísticos, entre otros) representaron el 68,32 % de los ingresos en el ejercicio fiscal 2020 y el 63,76 % en 2019. Por lo tanto, el **margen bruto** fue del 31,68 % en 2020 y 36,24 % en 2019. Recordemos que las ventas netas se componen tanto de ventas de cosméticos, productos de baño, fragancias, productos para el pelo y herramientas de peluquería a través de los canales físicos y de *e-commerce* como el servicio de salón de belleza llevado a cabo de forma presencial.

Con respecto a los gastos, en primer lugar nos encontramos con los SG&A, rubro que mayor porcentaje de los ingresos consumió luego de los costos, habiendo representado un 25,73 % de los ingresos en 2020 y un 23,80 % en 2019. A este rubro le siguen los gastos por deterioro y reestructuración, que únicamente surgieron en el FY 2020, con un 1,86 % de los ingresos. Este gasto surgió a partir de las medidas tomadas a raíz de la pandemia, como el cierre permanente de 19 tiendas y la suspensión de la expansión hacia Canadá. En tercer lugar surgen los gastos de preapertura, que refieren a los gastos necesarios antes de abrir una tienda nueva (tales como el alquiler durante la construcción, la mano de obra, capacitación, y publicidad). Nuevamente, debido al contexto de pandemia, se abrieron solo 30 tiendas comparado a la apertura de 86 tiendas en el ejercicio previo, por lo que este rubro representó un 0,24 % de los ingresos en 2020 y un 0,26 % en 2019. A partir de todos los gastos mencionados previamente es que se obtiene un **margen operativo** positivo de 3,85 % en 2020 y de 12,18 % en 2019.

En cuanto a los intereses, estos fueron positivos en el FY 2020 y negativos en el FY 2019 representando un 0,09 % y 0,07 % respectivamente. Luego nos encontramos con el impuesto a las ganancias con un 0,9 % en 2020 y 2,71 % en 2019, lo cual nos lleva a un **margen neto** de 2,86 % en 2020 y 9,54 % en 2019.

2.2.2 Análisis Horizontal del Estado de Resultados

A continuación se comentarán las variaciones más significativas del Estado de Resultados, pudiendo observar en primer lugar que las *ventas netas* se redujeron en un 16,8 %. La disminución de las ventas netas encuentra su origen en los impactos negativos generados por la pandemia de COVID-19 que llevó al cierre temporal de tiendas, reducción de horas de operación y limitaciones en la capacidad de las tiendas. En el período bajo análisis, las transacciones disminuyeron un 24,5 % mientras que el ticket medio aumentó un 8,8 %.

En cuanto a los gastos de SG&A, vemos que se redujeron en un 10,09 %. Esta variación encuentra su razón de ser en que el 27 de marzo de 2020 se sanciona el *CARES Act* (la Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica por el Coronavirus) la cual incluyó disposiciones relacionadas con los impuestos sobre la nómina reembolsables, el aplazamiento de los pagos de la seguridad social del lado del empleador, entre otras cosas. Por lo que, si bien aumentaron los *overhead* corporativos, los créditos de retención de empleados puestos a disposición por esta ley como medida de alivio ante un contexto incierto lograron reducir los SG&A en términos nominales. A partir de lo mencionado previamente es que se obtuvo un resultado operativo 73,72 % menor al del año anterior.

Los *gastos (ingresos) por intereses* variaron significativamente en un -213,43 %, tratándose de ingresos en 2019 y gastos en 2020. En el caso de Ulta Beauty, los gastos por intereses se generan por intereses sobre préstamos y comisiones relacionadas a líneas de crédito, mientras que los ingresos por intereses surgen de las inversiones de corto plazo. Con respecto al *impuesto a las ganancias*, este se redujo en un 72,40 % principalmente porque el resultado imponible fue un 74,5 % menor. De todos modos vale aclarar que la tasa impositiva efectiva para el ejercicio fiscal 2020 fue de 23,9 % mientras que en el año previo fue de 22.1 %. Habiendo mencionado todas las variaciones es que se obtuvo un *resultado neto* un 75,09 % menor que el del año anterior.

2.3 Análisis de Ratios

Para continuar con el análisis financiero de Ulta Beauty se analizarán una serie de ratios y se evaluará la trayectoria de los mismos a través del tiempo, comparándolos con los ratios de otros competidores de la industria. Se pondrá foco en los ratios de liquidez, de *leverage*, de actividad, de cobertura y de rentabilidad.

2.3.1 Ratios de liquidez

Para medir la capacidad de Ulta Beauty de financiar sus obligaciones de corto plazo, se llevará a cabo un análisis de los ratios de liquidez de la empresa.

Ratio	Fórmula	2020	2019	2018	2017
Liquidez corriente	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	1,87	1,81	2,32	2,64
Liquidez ácida	$\frac{\text{Activo corriente} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivo corriente}}$	1,00	0,67	0,85	0,93
Líquidez de caja	$\frac{\text{Caja y equivalentes de caja}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,78	0,34	0,50	0,43

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

Comenzando por la **liquidez corriente**, podemos ver que en todos los años esta fue mayor a 1, incluso siendo mayor a 2 en 2018 y 2017. Por lo tanto, podemos decir que la empresa históricamente contó con la liquidez suficiente para financiar sus pasivos corrientes. También se puede observar que en 2018 y 2017 había un exceso de liquidez, por lo que se podría decir que no se hacía un uso eficiente de los recursos de la empresa. Sin embargo, a partir de 2019 se empezó a contar con una liquidez más razonable.

En términos de **liquidez ácida**, notamos que la empresa únicamente era capaz de financiar sus operaciones en 2020, ya que en los años previos este ratio fue menor a 1. Se puede observar que hay una diferencia significativa entre la liquidez corriente y liquidez ácida que encuentra su razón de ser en la gran cantidad de inventarios con los que cuenta la empresa ya que se trata de un rubro que representó históricamente más del 22% del activo. Por lo tanto, el rubro inventarios representa una amplia porción de la liquidez de la empresa.

Por último, desde la perspectiva de la **liquidez de caja**, vemos que la empresa no fue capaz de financiar sus pasivos corrientes en ninguno de los años bajo análisis. Sin embargo, este ratio aumentó significativamente en 2020 en comparación a los años previos. Esto se puede vincular con lo mencionado en el análisis horizontal del rubro de caja y equivalentes de caja, donde se explicaba que una de las medidas que llevó a cabo la empresa para enfrentarse al contexto imprevisible de la pandemia fue hacerse de caja para afrontar las incertidumbres.

2.3.2 Ratios de leverage

Para medir la viabilidad a largo plazo de la empresa y la suficiencia de capital, se analizarán los ratios de *leverage* ya que sirven como un indicador del riesgo crediticio de la misma.

Ratio	Fórmula	2020	2019	2018	2017
Nivel de Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$	1,55	1,56	0,75	0,64
Solvencia	$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}}$	0,65	0,64	1,33	1,56
Apalancamiento Financiero	$\frac{\text{Deuda financiera}}{\text{Activo}}$	0,01	0,01	0,01	0,01

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

Comenzando por el **nivel de endeudamiento**, este ratio ayuda a interpretar de qué forma financia la empresa su activo. Podemos ver que en 2017 y 2018 la empresa solía financiar sus operaciones con patrimonio neto y que, a partir de 2019, comenzó a financiarse con deuda de terceros.

Con respecto a la **solvencia**, vemos que en 2017 y 2018 el ratio era mayor a 1 y en 2019 y 2020 menor a 1. Es decir que a partir de 2019 la empresa debió empezar a recurrir a terceros para poder hacer frente a sus operaciones, lo cual coincide con lo mencionado en el ratio previo.

En cuanto al **apalancamiento financiero**, este mide en qué proporción es el activo de la empresa financiado con deuda financiera. En el caso de Ulta Beauty, históricamente siempre se financió muy levemente con deuda financiera, con un porcentaje que ronda el 1 %. Por lo tanto, los activos de la empresa no son soportados en gran medida con deuda financiera sino que son financiados por otras fuentes tales como clientes y proveedores.

2.3.3 Ratios de actividad

Con el fin de medir la eficiencia en el uso de los activos de la empresa en términos del ciclo de rotación, se analizará los ratios de actividad de la misma.

Ratio	Fórmula	2020	2019	2018	2017
Días de Cobranzas	$\frac{\text{Deudores por Ventas}}{(\text{Ventas} / 365)}$	11,46	6,87	7,40	6,19
Días de Inventarios	$\frac{\text{Inventarios}}{(\text{Costos} / 365)}$	101,46	100,11	102,90	105,66

Días de Gastos Pagados por Adelantado	$\frac{\text{Gastos Adelantados}}{(\text{Costos} / 365)}$	9,33	8,01	11,70	9,51
Días de Cuentas por Pagar	$\frac{\text{Deudas Comerciales}}{(\text{Costos} / 365)}$	41,43	32,04	34,24	31,39
Días de Ingresos Diferidos	$\frac{\text{Ingresos Diferidos}}{(\text{Ventas} / 365)}$	16,28	11,72	10,82	7,02
Promedio Ciclo Capital de Trabajo	$\begin{aligned} &\text{Días de Cobranzas} + \\ &\text{Días de Inventarios} + \\ &\text{Días de Gastos Pagados} \\ &\text{Por Adelantado} - \\ &\text{Días de Cuentas por Pagar} - \\ &\text{Días de Ingresos} \\ &\text{Diferidos} \end{aligned}$	64,53	71,24	76,95	82,94

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

Con respecto a los **días de cobranzas**, este mide en promedio cuántos días tarda Ulta Beauty en cobrar sus ventas. Este ratio se mantuvo relativamente bajo a lo largo de los años, habiéndose aumentado levemente en 2020 debido a un aumento en las cuentas por cobrar a raíz del crédito de retención de empleados y una disminución en las ventas por el contexto de pandemia. Por lo tanto, la empresa es capaz de convertir sus créditos en efectivo de forma bastante ágil.

Siguiendo con los **días de inventarios**, ratio que estima en promedio cada cuánto rota el *stock* de la empresa, observamos que históricamente se mantuvo constante. Sin embargo, el inventario tarda en promedio más de 100 días desde que llega a la empresa hasta que es vendido, lo cual resulta relativamente elevado. En el último año, si bien los costos de ventas disminuyeron, los inventarios también lo hicieron proporcionalmente ya que se mantuvo menos *stock* en las tiendas producto de la pandemia (aunque fue levemente compensado por la apertura de diez nuevas tiendas y un depósito).

En cuanto a los **días de gastos pagados por adelantado**, este ratio representa el plazo promedio para el cual la empresa paga gastos, tales como los de publicidad, por adelantado. Podemos observar que este ratio se mantuvo relativamente constante a lo largo de los años ya que tanto el numerador como el denominador se mantuvieron en la misma proporción.

Continuando con los **días de cuentas por pagar**, ratio que representa cuántos días tarda Ulta Beauty en pagarle a sus proveedores, observamos que este ratio aumentó en el último año. Esta variación es generada por un leve incremento en las cuentas por pagar y una disminución en los costos de ventas (producto de una menor cantidad de ventas). Es favorable para Ulta Beauty que los días de cuentas por pagar sean mayores a los días de cuentas por cobrar ya que significa que la empresa puede poner a trabajar el efectivo obtenido por sus ventas antes de tener que pagarle a sus proveedores.

En términos de los **días de ingresos diferidos**, este representa el plazo promedio en el cual los clientes financian a la empresa. Los ingresos diferidos surgen del programa de fidelización *Ultamate Rewards* y las tarjetas de regalo. En cuanto al programa de fidelización, los clientes pueden ganar puntos con cada compra realizada. Hasta que el cliente no use sus puntos o estos expiren, son convertidos a su valor monetario y clasificados en la cuenta de ingresos diferidos. En lo que respecta a las tarjetas de regalo, estas no expiran y el saldo de las mismas figura en la cuenta de ingresos diferidos hasta que son redimidas, y recién ahí son reconocidas como ventas. En cuanto al ratio, podemos observar que este aumentó significativamente en los últimos años lo cual es beneficioso para la empresa.

Por último, en términos del **ciclo del capital de trabajo** de Ulta Beauty, este es positivo, por lo que la empresa no logra generar efectivo a tiempo. Podemos observar de todos modos que el plazo se estuvo reduciendo con los años. Esta disminución se debe más que nada al aumento en los días de cuentas por pagar y mayores días de ingresos diferidos. De todos modos, dados los altos días de

inventarios con los que cuenta la empresa, resulta difícil que la empresa pueda llegar a obtener un ciclo del capital de trabajo negativo.

Vale mencionar que la empresa tiene mayores necesidades de capital de trabajo en el período que va de agosto a noviembre de cada año debido a que acumulan inventario para prepararse para la temporada festiva. Además, en base al desempeño pasado y las expectativas actuales, la empresa estima que sus activos corrientes van a poder satisfacer sus necesidades de capital durante por lo menos los próximos doce meses.

2.3.4 Ratios de rentabilidad

A continuación se analizarán los ratios de rentabilidad ya que estos ayudan a obtener una visión generalizada acerca de la eficiencia en la utilización de los activos de la empresa en función de los resultados obtenidos.

Ratio	Fórmula	2020	2019	2018	2017
ROA	$\frac{EBIT}{Activo}$ $\frac{Ventas}{Activo} \times \frac{EBIT}{Ventas}$	4,65%	18,53%	26,76%	27,00%
ROE	$\frac{Resultado\ del\ Ejercicio}{Patrimonio\ Neto}$ $\frac{Ventas}{Activo} \times \frac{Activo}{Patrimonio\ Neto} \times \frac{Resultado\ del\ Ejercicio}{Ventas}$	8,79%	37,11%	36,18%	31,29%
	$Rotación\ de\ Activos = \frac{Ventas}{Activo}$	120,86%	152,10%	210,47%	202,31%
	$Margen\ EBIT = \frac{EBIT}{Ventas}$	3,85%	12,18%	12,72%	13,35%
	$Multiplicador\ del\ Patrimonio\ Neto = \frac{Activo}{Patrimonio\ Neto}$	254,56%	255,71%	175,32%	163,94%
	$Margen\ Neto = \frac{Resultado\ del\ Ejercicio}{Ventas}$	2,86%	9,54%	9,80%	9,44%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

En cuanto al **ROA**, este se trata de un indicador de las utilidades generadas por los activos de la empresa. Se puede observar que si bien da positivo, en los últimos dos años este ratio estuvo en disminución. De 2018 a 2019 el activo aumentó significativamente pasando de valer \$3.191.172 miles de dólares estadounidenses a \$4.863.872 miles de dólares, mientras que el EBIT se mantuvo relativamente constante de un año a otro, por lo que no pudo acompañar el incremento del activo. Desde la mirada de DuPont, vemos que el margen EBIT se mantuvo pero la rotación de activos disminuyó fuertemente. De 2019 a 2020, los activos aumentaron levemente mientras que las ventas disminuyeron significativamente por el contexto de pandemia. Además, se redujo fuertemente el margen EBIT por la disminución en el margen bruto y el aumento en los gastos SG&A. Por lo tanto, desde la mirada de DuPont vemos que se redujo tanto la rotación de activos como el margen EBIT.

Con respecto al **ROE**, este indicador refleja la rentabilidad de la empresa sobre sus recursos propios. Se puede observar que a lo largo de los años este ratio se mantuvo constante para luego caer fuertemente en 2020. Esto se debe a que el patrimonio neto no varió mientras que el resultado del ejercicio cayó fuertemente por el contexto de pandemia. En términos de DuPont, en los años previos a 2020, si bien la rotación de activos varió, siempre se vio compensada la diferencia por una variación en el multiplicador del patrimonio neto, mientras que el margen neto se mantuvo firme. En cambio, en 2020, el multiplicador no cambió pero tanto la rotación de activos como el margen neto disminuyeron, por lo que el indicador cayó.

2.4 Conclusiones del Análisis Financiero

A partir del análisis financiero de Ulta Beauty llevado a cabo podemos concluir sobre diversos aspectos. Por un lado, podemos ver que la empresa logra financiar sus proveedores con sus clientes, sin embargo, el modelo de negocios de la empresa hace que deba tener demasiados inventarios, por lo que no logra tener

un ciclo de capital de trabajo negativo. Por otro lado, podemos destacar el aumento significativo de la solvencia, lo cual resulta positivo para la empresa.

Por todo lo mencionado es que la situación de Ulta Beauty resulta positiva y se espera que la empresa continúe en crecimiento. A pesar de ello, habría que analizar cómo la gerencia decide continuar manejando las expansiones que tenía planeadas y que debió suspender. Otra decisión de gestión a tener en cuenta sería con respecto a la alta cantidad de caja con la que cuenta actualmente la empresa por la situación de pandemia.



3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

A continuación se analizará la industria a la cual pertenece Ulta Beauty para poder alcanzar un mayor entendimiento del entorno, los desafíos y las oportunidades que enfrenta la empresa. Además, se compararán ciertos ratios pertinentes con los de los principales competidores de la industria. Es a partir de este análisis que se podrá obtener un mayor grado de certeza en cuanto a los supuestos que se seleccionarán para proyectar los flujos futuros de la empresa.

Ulta Beauty opera dentro de la industria de productos de belleza y servicios de salón en Estados Unidos. Dado que los servicios de salón representan únicamente el 3% de los ingresos totales de la empresa y Ulta Beauty cuenta con menos del 1% del *market share* en esta industria es que se hará énfasis en la industria de la comercialización de productos de belleza. Por lo tanto, en este capítulo se hablará en primer lugar sobre la industria de belleza en Estados Unidos en general y luego se hará énfasis en la industria del *retail* de belleza dentro del mismo contexto.

3.1 Industria de la belleza en Estados Unidos

La industria de la belleza, que incluye segmentos tales como el cuidado del pelo, de la piel, los cosméticos, los perfumes, los desodorantes, la higiene oral, entre otros, está en pleno crecimiento. Cuenta con una tasa promedio de aumento anual del 4,75 %, y en 2020 tuvo ventas totales globales de 483 mil millones de dólares, esperándose que para el año 2025 esta rentabilidad supere los 700 mil millones de dólares anuales (Sickler, 2021). Sin embargo, este sector está transicionando hacia un modelo en donde se espera que comiencen a dominar las ventas *online* por sobre las presenciales. Año tras año el porcentaje de ventas *offline* disminuye mientras que la cantidad de ventas a través de la *web* aumenta, proyectándose que para el año 2023 el 48 % de las ventas van a ser a través de este medio (Roberts, 2021).

Esta noticia puede llamar la atención dado el hecho de que realizar compras de manera presencial brinda la oportunidad de oler, tocar y probar los productos antes de adquirirlos, pudiendo atravesar una experiencia sensorial única. Por esta razón muchas personas pensaron que la industria de la belleza no se podría acostumbrar al mundo del *e-commerce* (Lachowicz, 2015). Sin embargo, hay diversas razones por las cuales las ventas *online* están comenzando a dominar.

Por un lado, los avances tecnológicos recientes llevaron a la creación de herramientas virtuales con las cuales uno pueda probarse cosméticos a través de filtros, como lo sería la aplicación *Makeup Genius* de L'oréal. Por otro lado, el aumento constante en la cantidad de *beauty influencers*, maquilladores profesionales y dermatólogos que utilizan las redes sociales para transmitir sus opiniones han llegado a crear un efecto por el cual pueda ocurrir que al recomendar un producto, este se encuentre fuera de *stock* rápidamente.

Otro tema a considerar sería el efecto que la pandemia generada por el COVID-19 tuvo en la industria de la belleza (Ketabchi, N). Existe la teoría económica *the lipstick effect*, creada por Leonard Lauder en 2001, que ocurre cuando, durante una recesión económica, los consumidores aún gastan dinero en pequeños artículos de lujo, como lo sería un lápiz labial *premium* (Investopedia, 2021). Es por eso que las empresas que logren beneficiarse por el *lipstick effect* tienden a sobrevivir durante momentos de crisis. Sin embargo, la pandemia no fue como cualquier otra recesión económica, por lo que varias fuentes (Wood, 2020; Business Insider, 2020) se cuestionan si esta teoría continuó siendo aplicable en un mundo sin reuniones sociales, con *home office* y barbijos que cubren la mitad del rostro.

3.2 Industria del *retail* de belleza en Estados Unidos

Tres factores que afectan el consumo de productos que integran la industria del *retail* de belleza son la demografía, las tendencias y la innovación de productos. Según los estados financieros de la empresa, actualmente, a pesar del contexto

de COVID-19, las tendencias demográficas continúan siendo favorables para la industria. Sin embargo, la falta de innovación incremental de productos ha resultado en un momento desafiante para la categoría de cosméticos ya que la innovación traída al mercado no ha resultado en compras incrementales de productos.

A pesar de la caída general del mercado de la belleza en 2020 debido a los impactos de COVID-19, se espera que la categoría de belleza vuelva a crecer a medida que los consumidores se recuperen de los efectos de la pandemia. En lo que respecta al futuro de esta industria en Estados Unidos, se espera que crezca a un CAGR del 5,7 % para el período que va de 2022 hasta 2029 (Data Bridge Market Research, 2021).

3.3 Posicionamiento competitivo y competencia

La industria de la comercialización de productos de belleza en Estados Unidos durante el ejercicio fiscal 2020 obtuvo ingresos por aproximadamente 92 mil millones de dólares. La empresa bajo análisis cuenta actualmente con el 7 % de la cuota de mercado y la gerencia espera que esta siga en aumento durante los próximos años.

En lo que respecta a la venta de productos de belleza de lujo y masivos, Ulta Beauty define que sus principales competidores son los grandes almacenes, tiendas especializadas, farmacias, comerciantes y la comercialización *online* de minoristas y marcas nacionales.

La principal competencia de Ulta Beauty en términos de modelo de negocios es Sephora, una cadena francesa que comercializa productos de belleza en 34 países, incluyendo Estados Unidos. Sin embargo, esta empresa forma parte del grupo LVMH, por lo que los Estados Financieros se encuentran consolidados con la misma, no pudiéndose encontrar información cuantitativa pública. Es por ello

que los principales competidores identificados para la valuación de Ulta Beauty son Bath and Body Works, Nordstrom, Macy's y Sally Beauty Holdings.

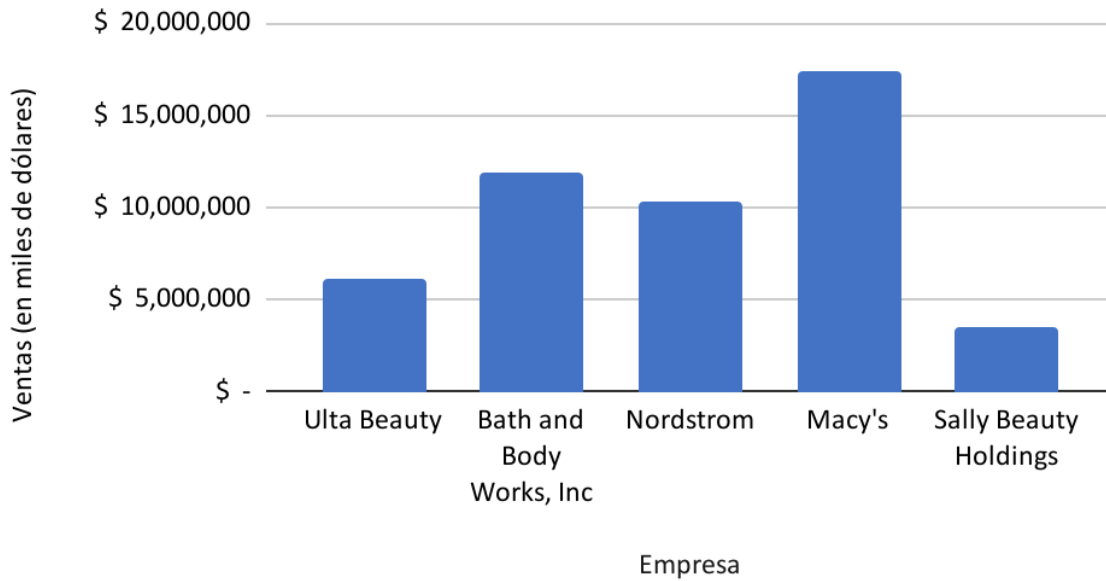
Bath and Body Works, Inc. (previamente conocida como L Brands) es una cadena de *retail* estadounidense que comercializa jabones, lociones, fragancias y velas. Si bien cuenta con 300 tiendas por fuera del país bajo análisis, sus operaciones se centran en Estados Unidos, y en el ejercicio fiscal 2020 obtuvo ingresos por 11,9 mil millones de dólares en ese país.

Nordstrom es una cadena estadounidense de grandes almacenes de lujo que comercializa ropa, accesorios, zapatos y maquillaje de las marcas más prestigiosas. En 2020 obtuvo ingresos por 10,4 mil millones de dólares en el país bajo análisis.

Macy's es otra cadena de tiendas departamentales que comercializa ropa, accesorios, cosméticos, entre otras cosas, y opera exclusivamente en Estados Unidos. En el año fiscal 2020 obtuvo ventas en dicho país por 17,3 mil millones de dólares.

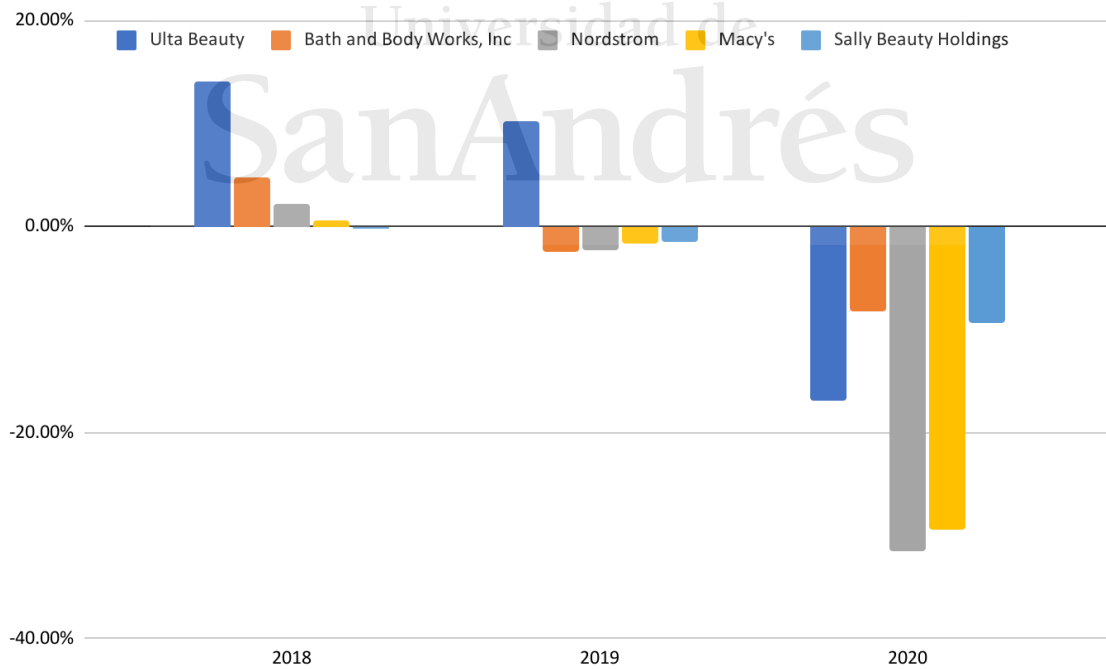
El último competidor identificado, Sally Beauty Holdings, es un minorista que se especializa en la comercialización de productos de belleza profesionales. En 2020 obtuvo ingresos en Estados Unidos por 3,5 mil millones de dólares.

Cuadro 5: Ventas netas anuales en Estados Unidos en miles de dólares por empresa bajo análisis FY 2020



Fuente: Estados Contables en formato 10-K de las empresas listadas FY 2020 y elaboración propia.

Cuadro 6: Crecimiento porcentual de las ventas netas anuales en Estados Unidos por empresa bajo análisis FY 2020, FY 2019 y FY 2018



Fuente: Estados Contables en formato 10-K de las empresas listadas FY 2020 y elaboración propia.

De las empresas seleccionadas, Macy's es la de mayores ventas, seguida por Bath and Body Works, Nordstrom, Ulta Beauty, y finalmente, Sally Beauty Holdings. En términos de crecimiento de ventas anuales, Ulta Beauty fue la de mayor crecimiento para los ejercicios fiscales 2018 y 2019. Con respecto a 2020, se observa que todas las empresas tuvieron decrecimiento producto del contexto pandémico, y Ulta Beauty fue la de tercer menor decrecimiento de las empresas seleccionadas.

3.4 Ratios de la competencia

Habiéndose introducido a los principales competidores de la industria, en este apartado se comparará los indicadores de rentabilidad de estas empresas con los de Ulta Beauty durante los últimos cuatro años.

	Ulta Beauty (30 de enero 2021)	Bath and Body Works, Inc (30 de enero 2021)	Nordstrom (30 de enero 2021)	Macy's (30 de enero 2021)	Sally Beauty Holdings (30 de septiembre 2020)
ROA	4,65%	13,65%	-10,98%	-25,27%	8,94%
ROE	8,79%	-127,69%	-226,23%	-158,48%	733,31%
Rotación de Activos	120,86%	102,39%	108,59%	97,97%	121,39%
Margen EBIT	3,85%	13,34%	-10,11%	-25,80%	7,36%
Multiplicador del Patrimonio Neto	254,56%	-1.750,53%	3.127,21%	693,54%	18.747,31%
Margen Neto	2,86%	7,12%	-6,66%	-22,74%	3,22%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC para el FY 2020.

Comenzando por el último año fiscal, vemos que Ulta Beauty fue la empresa con el segundo mayor ROE y ROA, luego de Sally Beauty Holdings. El 2020 fue un año donde empresas tales como Nordstrom y Macy's tuvieron EBIT y resultado neto negativo, por lo tanto, Ulta Beauty pudo navegar el contexto de pandemia mejor que otras empresas de *retail*.

	Ulta Beauty (1 de febrero 2020)	Bath and Body Works, Inc (1 de febrero 2020)	Nordstrom (1 de febrero 2020)	Macy's (1 de febrero 2020)	Sally Beauty Holdings (30 de septiembre 2019)
ROA	18,53%	2,55%	8,05%	4,58%	21,85%
ROE	37,11%	24,48%	50,66%	8,84%	-450,28%
Rotación de Activos	152,10%	127,55%	155,41%	116,00%	184,73%
Margen EBIT	12,18%	2,00%	5,18%	3,95%	11,83%
Multiplicador del Patrimonio Neto	255,71%	-677,26%	994,59%	332,01%	-3.478,68%
Margen Neto	9,54%	-2,83%	3,28%	2,30%	7,01%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC para el FY 2019.

Siguiendo por el año 2019, vemos que todas las empresas tienen ROA positivo, y Sally Beauty Holdings es la única con ROE negativo. Nuevamente Ulta Beauty es la segunda empresa con mayor ROE (luego de Nordstrom) y ROA (luego de Sally Beauty Holdings). Se observa que en 2019 Ulta Beauty fue la de mayor margen EBIT y margen neto.

	Ulta Beauty (2 de febrero 2019)	Bath and	Nordstrom (2 de febrero 2019)	Macy's (2 de febrero 2019)	Sally Beauty
--	---	-----------------	---	--------------------------------------	---------------------

		Body Works, Inc (2 de febrero 2019)			Holdings (30 de septiembre 2018)
ROA	26,76%	15,29%	10,61%	9,05%	20,34%
ROE	36,18%	-74,45%	64,60%	17,06%	-96,09%
Rotación de Activos	210,47%	163,62%	196,30%	130,10%	187,50%
Margen EBIT	12,72%	9,35%	5,41%	6,96%	10,85%
Multiplicador del Patrimonio Neto	175,32%	-935,26%	903,32%	298,23%	-781,00%
Margen Neto	9,80%	4,87%	3,64%	4,40%	6,56%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC para el FY 2018.

En el ejercicio fiscal 2018, Ulta Beauty fue la de mayor ROA y segundo mayor ROE (luego de Nordstrom). Además, fue la empresa con mayor rotación de activos, margen EBIT y margen neto.

	Ulta Beauty (3 de febrero 2018)	Bath and Body Works, Inc (3 de febrero 2018)	Nordstrom (3 de febrero 2018)	Macy's (3 de febrero 2018)	Sally Beauty Holdings (30 de septiembre 2017)
ROA	27,00%	21,21%	11,41%	4,58%	22,80%
ROE	31,29%	-130,89%	44,73%	8,84%	-59,15%
Rotación de Activos	202,31%	155,01%	186,53%	116,00%	187,63%
Margen EBIT	13,35%	13,68%	6,12%	3,95%	12,15%
Multiplicador del	163,94%	-1085,09%	830,60%	332,01%	-577,26%

Patrimonio Neto					
Margen Neto	9,44%	7,78%	2,89%	2,30%	5,46%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC para el FY 2017.

Finalmente, con respecto al ejercicio fiscal 2017, Ulta Beauty obtuvo el mayor ROA y el segundo mayor ROE (luego de Nordstrom). La empresa bajo análisis obtuvo el segundo mejor margen EBIT luego de Bath and Body Works, Inc pero logró superarla en términos de margen neto. Por lo tanto, durante el ejercicio fiscal 2017, Ulta fue la empresa con mayor margen neto y rotación de activos.

En términos de ROA vemos que históricamente es una industria donde pondera de manera más fuerte la rotación que el margen EBIT. En cuanto al ROE, vemos que el multiplicador del patrimonio neto tiene un efecto mayor que el margen neto.

Podemos observar entonces que, en términos de los ratios que se compararon con la competencia, Ulta Beauty logra mantenerse fuertemente competitiva en su industria. Además, a pesar del fuerte impacto que tuvo el contexto de pandemia en la industria de la cual forma parte la empresa, esta pudo tomar decisiones apropiadas para mantener márgenes positivos.

4. VALUACIÓN

4.1 Valuación intrínseca a través del modelo *Free Cash Flows to the Firm*

En esta sección, luego de haber alcanzado un entendimiento tanto cualitativo como cuantitativo de la empresa y su entorno, se estimará el valor de una acción de Ulta Beauty al 30 de enero de 2021 a partir del enfoque de valuación intrínseca a través del modelo de *free cash flows to the firm*.

Como dice Damodaran (2011), en la valuación intrínseca, el valor de un activo depende de dos elementos: los flujos de fondos futuros y el riesgo generado por la incertidumbre acerca de la generación de esos flujos de fondos futuros. A partir de esto surge que los activos con flujos de fondos estables y altos valen más que los activos con flujos bajos y altamente volátiles. Al obtener el valor intrínseco de un activo, se lo compara con el precio de mercado de ese mismo momento para poder determinar si el activo se encuentra subvaluado, sobrevaluado, o valuado de forma adecuada.

Con el modelo de *free cash flows to the firm*, también conocido como FCFF, se estima el valor intrínseco como la suma de todos los flujos de fondos de todos los individuos que tengan derechos de la empresa: tenedores de bonos y accionistas de acciones ordinarias o preferidas. A diferencia de otros modelos de valuación, en este se busca estimar el valor de la empresa, en vez del valor de su patrimonio. Es preferible aplicar este modelo cuando se pueden proyectar los *cash flows* y, además, el apalancamiento de la empresa es significativo o haya demostrado ser inestable a lo largo del tiempo.

En el caso de Ulta Beauty, su apalancamiento, calculado dividiendo el pasivo total por el patrimonio neto, se podría considerar significativo al tener un valor de 1,5456. Al ser mayor a 1 se puede interpretar que la empresa está utilizando pasivo para financiar sus operaciones. Además, su ratio de apalancamiento

resulta ser levemente inestable a lo largo del tiempo ya que si bien al 1 de febrero de 2020 este era de 1,5571, el 2 de febrero de 2019, fue de 0,7532. Lo cual demuestra que hace relativamente poco la empresa financiaba la mayoría de sus operaciones con capital propio.

4.2 Calculando los flujos de fondos futuros

Los flujos de fondos libres son estimados agregándole al NOPAT las depreciaciones, y restándole tanto el *capital expenditure* (CAPEX) como el incremento en las necesidades de capital de trabajo.

$$\text{Flujos de Fondos Libres} = EBIT \times (1 - T) + D\&A - CAPEX - \Delta WC$$

Al descontar los flujos de fondos libres de la empresa con el costo medio ponderado del capital se obtendrá el *Enterprise Value* de la empresa. Luego, al *Enterprise Value* se le deberá restar el valor de la deuda financiada por terceros y sumarle la caja para obtener el valor del equity, ya que este se deberá dividir por la cantidad de acciones para obtener el valor de una acción de Ulta Beauty.

$$\text{Valor accionario} = \frac{\text{Enterprise Value} - \text{Valor de la deuda} + \text{Caja}}{\text{Cantidad de acciones}}$$

A continuación utilizaremos el modelo de crecimiento de tres etapas: crecimiento sostenido (FY 2021 - FY 2025), convergencia (FY 2026 - FY 2030) y a perpetuidad (flujos estables a partir del FY 2031). Para poder estimar el valor de la perpetuidad trabajaremos con el supuesto de empresa en marcha, es decir, que se espera que la compañía continúe operando durante mucho tiempo. Es a partir de este supuesto que podemos pensar a los últimos flujos de fondos como infinitos o perpetuos.

Según Damodaran (2012), el *input* más crítico en la valuación es la tasa de crecimiento que se utilizará para estimar ingresos y ganancias futuras. Existen tres

formas básicas para estimar el crecimiento de una empresa: mirando su tasa de crecimiento histórica, utilizando la estimada por analistas terceros a la empresa, o estimándolo a través de los *fundamentals* de la empresa. Dado que el valor de una empresa es el valor presente de sus flujos de fondos esperados durante toda su vida, si se asume que las empresas tienen vidas infinitas, un enfoque consistente con la valuación a través de *discounted cash flows* es asumir que los flujos de fondos de la empresa crecerán a una tasa constante hacia infinito.

4.2.1 Proyección de los ingresos

Para estimar los flujos de fondos (en miles de dólares estadounidenses) se comenzará con la proyección de las ventas. Como se mencionó en la descripción de la empresa, Ulta Beauty genera ingresos a través de la venta de productos de belleza y de servicios de salón. Como los servicios de salón históricamente representan alrededor de un 3 % de los ingresos totales, para la valuación nos enfocaremos únicamente en datos estimados sobre la industria de comercialización de productos de belleza.

Para llegar a los ingresos proyectados, en primer lugar, se llevó a cabo un promedio del crecimiento anual de las ventas entre el ejercicio fiscal 2017 hasta el ejercicio fiscal 2019. No se tomó el dato del ejercicio fiscal 2020 ya que, como se mencionó a lo largo de este trabajo, las ventas disminuyeron por el contexto de pandemia (y no por la gestión de la empresa), por lo tanto no resultan representativas para los próximos años.

$$CAGR = \left(\frac{FV}{PV} \right)^{\frac{1}{N}} - 1$$

Como se mencionó en el capítulo acerca de la industria, según Data Bridge Market Research (2021), se espera que la industria de la belleza en Estados Unidos crezca a un CAGR del 5,7 % para el período que va de 2022 hasta 2029. También se mencionó en dicho capítulo que Ulta Beauty cuenta con un market share del 7

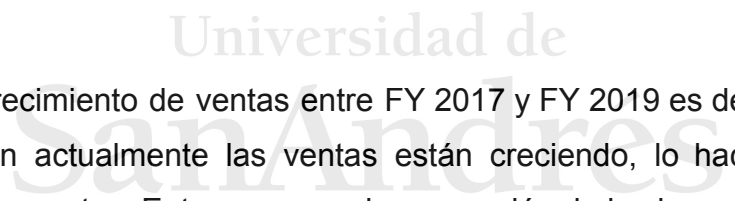
% y la gerencia espera que este porcentaje continúe en aumento en los próximos años.

En términos de ventas anuales, Ulta Beauty de por sí estuvo creciendo más que la industria a la cual pertenece, y para continuar aumentando su cuota de mercado (como la gerencia espera que ocurra) debe seguir haciéndolo. Por lo tanto, se toma como supuesto que hasta el FY 2025 va a continuar creciendo más rápido que el mercado hasta que, a partir del comienzo del período de convergencia (que empieza en el FY 2026), crecerá de manera constante a la tasa de crecimiento esperada de la industria del 5,7 %.

Cuadro 7: Ingresos de Ulta Beauty desde FY 2016 hasta FY 2020

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020		
Ventas netas	\$ 4,854,737	\$ 5,884,506	\$ 6,716,615	\$ 7,398,068	\$ 6,151,953	CAGR 2017-2019	-21.79%
% de crecimiento		21.21%	14.14%	10.15%	-16.84%	CAGR supuesto 2022-2029	5.70%
						CAGR para llegar al supuesto	-6.40%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.



El CAGR del crecimiento de ventas entre FY 2017 y FY 2019 es del -21,79 %, por lo tanto, si bien actualmente las ventas están creciendo, lo hacen de manera menos rápida que antes. Entonces, para la proyección de los ingresos del ejercicio fiscal 2021, se parte de la tasa de crecimiento del FY 2019 que fue del 10,15 % y se la hace decrecer al CAGR mencionado.

A partir del ejercicio fiscal 2022 y hasta el ejercicio fiscal 2025, se aplica el CAGR que es necesario para llegar a un CAGR en el FY 2026 del 5,70 %. Por lo tanto, entre FY 2022 y FY 2025, el crecimiento de los ingresos va a decaer a una tasa anual del -6,40 % hasta tener una tasa de crecimiento del 5,70 % a partir del FY 2026.

En lo que respecta a la tasa de crecimiento de la perpetuidad, se utilizó la tasa de crecimiento esperada de la economía de Estados Unidos. Según la Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos, se estima que la economía estadounidense va a crecer en un 3,7 %, que surge de sumarle la inflación esperada del 2 % a la tasa de crecimiento anual esperada del 1,7 %.

Cuadro 8: Proyección de los ingresos de Ulta Beauty desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	FY 2026 E	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
Ventas netas	\$ 7,985,072	\$ 8,578,095	\$ 9,174,381	\$ 9,771,293	\$ 10,366,347	\$ 10,957,229	\$ 11,581,791	\$ 12,241,953	\$ 12,939,745	\$ 13,677,310	\$ 14,183,371
Tasa de crecimiento	7.93%	7.43%	6.95%	6.51%	6.09%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	3.70%

Fuente: Elaboración propia

4.2.2 Proyección de los costos de venta y gastos operativos

Para proyectar los costos, se estimó qué proporción de las ventas representan históricamente los costos. Se calculó el CAGR a tres años entre los ejercicios fiscales 2017 y 2019 (de nuevo, no considerando el año 2020 por no ser representativo) y se obtuvo un CAGR del -0,32 %. Es decir, que históricamente los costos tendieron a reducir su porcentaje sobre ventas, y un supuesto es que se espera que esto continúe así.

Cuadro 9: Costo de ventas de Ulta Beauty desde FY 2016 hasta FY 2020

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020		
Costos de ventas	\$ 3,107,508	\$ 3,787,697	\$ 4,307,304	\$ 4,717,004	\$ 4,202,794	CAGR 2017-2019	-0.32%
% sobre ventas	64.01%	64.37%	64.13%	63.76%	68.32%		

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

Para la proyección del FY 2021, se tomó el porcentaje de costos sobre ventas del ejercicio fiscal 2019 (que fue del 63,76 %) y se lo multiplicó por 1 + el CAGR. Este supuesto de leve decrecimiento de los costos como porcentaje de ventas se

mantuvo hasta el ejercicio fiscal 2030. Por último, para la perpetuidad, se mantuvo la tasa de crecimiento del 3,7 %. Por lo tanto, a partir del 2030 los costos pasan a representar el 61,78 % de las ventas hasta el infinito.

Cuadro 10: Proyección del costo de ventas de Ulta Beauty desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	FY 2026 E	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
Costos de ventas	\$ 5,075,214	\$ 5,434,930	\$ 5,794,386	\$ 6,151,914	\$ 6,505,962	\$ 6,855,105	\$ 7,222,984	\$ 7,610,605	\$ 8,019,028	\$ 8,449,370	\$ 8,761,996
% sobre ventas	63.56%	63.36%	63.16%	62.96%	62.76%	62.56%	62.36%	62.17%	61.97%	61.78%	61.78%

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a los gastos operativos, se espera que estos se mantengan constantes a lo largo del tiempo. Por lo tanto, se utilizó el promedio histórico que representaron sobre las ventas desde el ejercicio fiscal 2016 hasta el ejercicio fiscal 2020. Entonces, por un lado, para los gastos de venta, generales y administrativos, se estima que representarán un 23,28 % sobre las ventas. Por otro lado, los gastos de preapertura representarán un 0,32 % sobre las ventas.

Cuadro 11: Gastos operativos de Ulta Beauty desde FY 2016 hasta FY 2020

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020		
Gastos de venta, generales y administrativos	\$ 1,073,834	\$ 1,287,232	\$ 1,535,464	\$ 1,760,716	\$ 1,583,017	Promedio 2016-2020	23.28%
% sobre ventas	22.12%	21.87%	22.86%	23.80%	25.73%		
Gastos de reestructuración	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 114,322	N/A, solo 2020	
Gastos de preapertura	\$ 18,571	\$ 24,286	\$ 19,767	\$ 19,254	\$ 15,000	Promedio 2016-2020	0.32%
% sobre ventas	0.38%	0.41%	0.29%	0.26%	0.24%		

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

Nuevamente, para la perpetuidad se tomó la tasa de crecimiento del 3,7 %. Vale mencionar que los gastos de reestructuración no fueron considerados para la proyección ya que los mismos únicamente surgieron durante el FY 2020 a partir del cierre de tiendas por el contexto de pandemia, por lo tanto, no se espera que vuelvan a tener dichos gastos a futuro.

Cuadro 12: Proyección de los gastos operativos de Ulta Beauty desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	FY 2026 E	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
Gastos de venta, generales y administrativos % sobre ventas	\$ 1,858,710 23.28%	\$ 1,996,750 23.28%	\$ 2,135,549 23.28%	\$ 2,274,494 23.28%	\$ 2,413,007 23.28%	\$ 2,550,548 23.28%	\$ 2,695,929 23.28%	\$ 2,849,597 23.28%	\$ 3,012,024 23.28%	\$ 3,183,710 23.28%	\$ 3,301,507 23.28%
Gastos de reestructuración	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Gastos de preapertura % sobre ventas	\$ 25,450 0.32%	\$ 27,341 0.32%	\$ 29,241 0.32%	\$ 31,144 0.32%	\$ 33,040 0.32%	\$ 34,923 0.32%	\$ 36,914 0.32%	\$ 39,018 0.32%	\$ 41,242 0.32%	\$ 43,593 0.32%	\$ 45,206 0.32%

Fuente: Elaboración propia

A partir de estas proyecciones es que se llega al EBIT, que descontando la tasa impositiva efectiva del 23,9 %, nos lleva al NOPAT.

Cuadro 13: Proyección del EBIT y NOPAT de Ulta Beauty desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	FY 2026 E	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
EBIT	\$ 887,604	\$ 953,524	\$ 1,019,805	\$ 1,086,157	\$ 1,152,302	\$ 1,217,983	\$ 1,287,408	\$ 1,360,791	\$ 1,438,356	\$ 1,520,342	\$ 1,576,595
Income tax expense (23.9%)	\$ 212,137	\$ 227,892	\$ 243,733	\$ 259,592	\$ 275,400	\$ 291,098	\$ 307,691	\$ 325,229	\$ 343,767	\$ 363,362	\$ 376,806
NOPAT	\$ 675,467	\$ 725,631	\$ 776,072	\$ 826,565	\$ 876,902	\$ 926,885	\$ 979,718	\$ 1,035,562	\$ 1,094,589	\$ 1,156,980	\$ 1,199,788

Fuente: Elaboración propia

4.2.3 Proyección de las inversiones en CAPEX

En lo que respecta a las inversiones de capital (o CAPEX), este surge de la variación en las siguientes cuentas del activo no corriente: inversiones en propiedad, planta y equipo, valor llave, otros activos intangibles y otros activos de largo plazo.

Para estimar el activo no corriente (ANC), se calculó la proporción del ANC sobre los ingresos promedio entre el ejercicio fiscal 2016 y el ejercicio fiscal 2020, la cual resultó de 23,35 %. En otras palabras, se deben multiplicar los ingresos

proyectados de cada ejercicio fiscal por 23,25 % para obtener el ANC de dicho ejercicio. Finalmente, suponiendo que esa proporción se mantendrá, es que se proyectó el ANC hasta el año 2030.

Cuadro 16: Activo no corriente (ANC) de Ulta Beauty desde FY 2016 hasta FY 2020

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020		
ANC (PP&E + Valor llave + Otros intangibles + Otros activos de largo plazo)	\$ 1,004,358	\$ 1,198,117	\$ 1,255,800	\$ 1,243,141	\$ 1,037,355		
% sobre ventas	20.69%	20.36%	18.70%	16.80%	16.86%	Promedio 2016-2020	18.68%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

Como el CAPEX es la variación anual del valor de origen del activo no corriente (sin considerar las amortizaciones y depreciaciones), es que se llegó a la siguiente proyección:

Cuadro 17: Proyección del CAPEX de Ulta Beauty desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	Y 2026	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
ANC	\$ 1,491,794	\$ 1,602,585	\$ 1,713,985	\$ 1,825,501	\$ 1,936,671	\$ 2,0	\$ 2,163,744	\$ 2,287,077	\$ 2,417,441	\$ 2,555,235	\$ 2,649,779
CAPEX	\$ 454,439	\$ 110,790	\$ 111,400	\$ 111,517	\$ 111,170	\$ 111C	\$ 116,683	\$ 123,333	\$ 130,363	\$ 137,794	\$ 94,544

Fuente: Elaboración propia

4.2.4 Proyección de las depreciaciones y amortizaciones

Para la proyección de las depreciaciones y amortizaciones (D&A), se partió de la proporción que representaron estas sobre el ANC entre el ejercicio fiscal 2016 y el ejercicio fiscal 2020. Luego, se promedió dicho porcentaje y se obtuvo como resultado un 23,35 %. A partir de ese dato se proyectaron los flujos como una tasa constante para las tres etapas.

Cuadro 14: D&A de Ulta Beauty desde FY 2016 hasta FY 2020

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020		
D&A	\$ 210,295	\$ 252,713	\$ 279,472	\$ 295,599	\$ 297,772		
D&A/ANC	20.94%	21.09%	22.25%	23.78%	28.70%	Promedio 2016-2020	23.35%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

Cuadro 15: Proyección de las D&A de Ulta Beauty desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	Y 2026	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
DyA	\$ 348,389	\$ 374,263	\$ 400,279	\$ 426,322	\$ 452,285	\$ 478	\$ 505,315	\$ 534,118	\$ 564,562	\$ 596,742	\$ 618,822
% sobre ANC	23.35%	23.35%	23.35%	23.35%	23.35%	23.35%	23.35%	23.35%	23.35%	23.35%	23.35%

Fuente: Elaboración propia

4.2.5 Proyección de las variaciones del capital de trabajo

Para proyectar las variaciones del capital de trabajo, primero se comenzó analizando los componentes del activo corriente (siendo estas cuentas por cobrar, inventarios y gastos pagados por adelantado) y los del pasivo corriente (cuentas por pagar, pasivos acumulados e ingresos diferidos). Para las cuentas del activo corriente y para los ingresos diferidos se obtuvo qué porcentaje representan sobre las ventas mientras que para las cuentas del pasivo corriente (salvo ingresos diferidos), qué cuentas representan sobre los costos (desde el FY 2016 hasta FY 2020). Sumando los porcentajes de las cuentas del activo corriente y restándole el porcentaje de ingresos diferidos se obtuvo un 17,59 % (que surge de sumar 2,11 %, 18,53 % y 1,74 %, y restarle 4,79 %) y de las cuentas del pasivo corriente un 15,47 % (que surge de sumar 9,29 % y 6,18 %).

Cuadro 18: Componentes del activo y pasivo corriente de Ulta Beauty desde FY 2016 hasta FY 2020

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020		
Cuentas por cobrar, netas	\$88,631	\$99,719	\$136,168	139,337	193,109		
% sobre ventas	1.83%	1.69%	2.03%	1.88%	3.14%	Average	2.11%
Inventarios, netos	\$943,975	\$1,096,424	\$1,214,329	1,293,701	1,168,215		
% sobre ventas	19.44%	18.63%	18.08%	17.49%	18.99%	Average	18.53%
Gastos pagados por adelantado y otros activos corrientes	\$88,621	\$98,666	\$138,116	103,567	107,402		
% sobre ventas	1.83%	1.68%	2.06%	1.40%	1.75%	Average	1.74% Sobre ventas AC= 17.59%
Cuentas por pagar	\$259,518	\$325,758	\$404,016	414,009	477,052		
% sobre costos	8.35%	8.60%	9.38%	8.78%	11.35%	Average	9.29%
Pasivos acumulados	\$260,854	\$220,666	\$189,171	246,088	296,334		
% sobre costos	8.39%	5.83%	4.39%	5.22%	7.05%	Average	6.18% Sobre costos PC= 15.47%
Ingresos diferidos		113,136.00	199,054.00	237,535.00	274,383.00		
% sobre ventas		2.99%	4.62%	5.04%	6.53%	Average	4.79%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros publicados bajo el formato 10K por la SEC.

A continuación, para obtener la proyección se multiplicaron las ventas proyectadas por 17,59 % y los costos de ventas proyectados por 15,47 %, y al restar el resultado de uno menos el resultado del otro, se obtuvo la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente (AC - PC).

$$\Delta WC = (AC - PC)_t - (AC - PC)_{t-1}$$

A partir de eso, se estimó la variación del capital de trabajo, la cual surge de la diferencia entre el año corriente y el anterior. Si es positiva (como suele ser el caso de Ulta Beauty por la alta cantidad de inventarios que maneja), significa que la compañía debe invertir en las operaciones y, en el caso contrario, quiere decir que el financiamiento proviene de proveedores y/o clientes.

Cuadro 19: Proyección de la variación del capital de trabajo de Ulta Beauty desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	Y 2026	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
AC - PC	\$ 619,407	\$ 668,069	\$ 717,345	\$ 767,029	\$ 816,925	\$ 866	\$ 919,792	\$ 975,946	\$ 1,035,501	\$ 1,098,661	\$ 1,139,312
Variación del WC	\$ 198,450	\$ 48,662	\$ 49,276	\$ 49,684	\$ 49,896	\$ 49	\$ 52,946	\$ 56,154	\$ 59,555	\$ 63,160	\$ 40,650

Fuente: Elaboración propia

Una vez obtenido el NOPAT, el CAPEX, las depreciaciones y amortizaciones, y la variación del capital de trabajo, se proyectaron los flujos de fondos libres.

Cuadro 20: Proyección de los flujos de fondos libres desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	Y 2026	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
FCF	\$ 370,967	\$ 940,442	\$ 1,015,675	\$ 1,091,687	\$ 1,168,121	\$ 1,2	\$ 1,315,403	\$ 1,390,192	\$ 1,469,233	\$ 1,552,768	\$ 1,683,416

Fuente: Elaboración propia

4.3 WACC

Una vez proyectados los flujos de fondos libres, es necesario estimar la tasa a la cual se van a descontar dichos flujos.

El costo medio ponderado del capital, también conocido como WACC, se obtiene a partir de ponderar el costo de los diferentes componentes de financiamiento utilizados por la firma por sus proporciones de valor de mercado (Damodaran, A. 2012). Dado que una empresa puede financiarse a través de tres fuentes: aportes de capital, deuda y acciones preferentes, el costo medio ponderado del capital se define como el promedio ponderado de cada uno de estos costos.

$$WACC = E(R_i) \times \frac{E}{V} + R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{V}$$

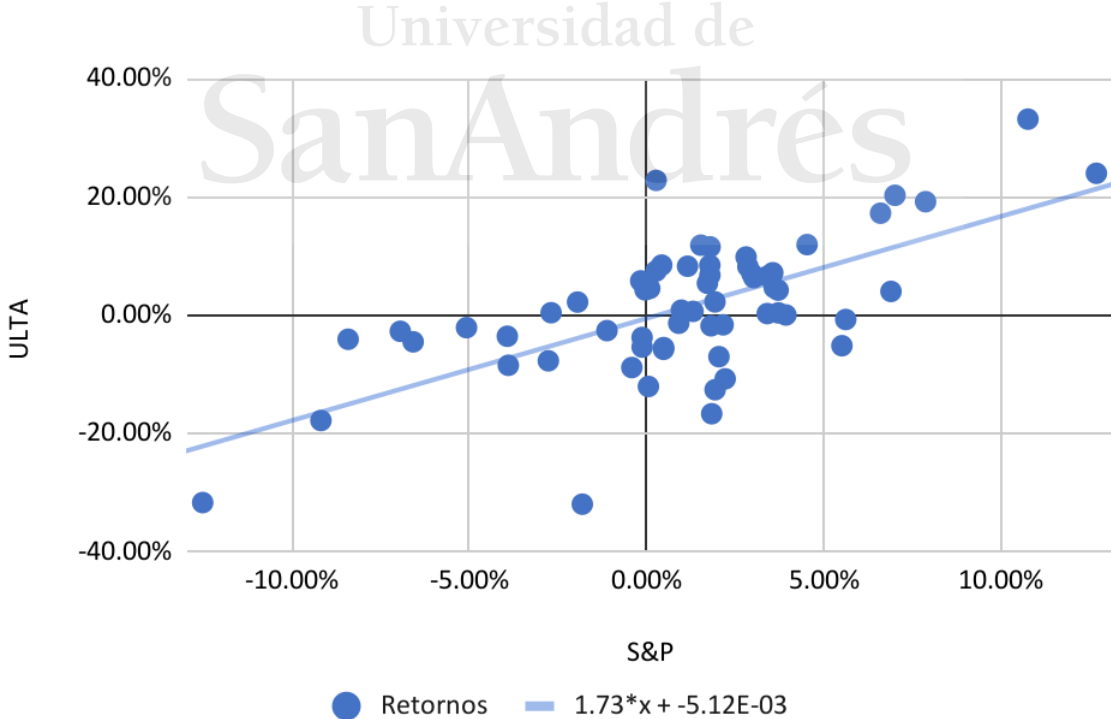
El costo del capital propio es el que refleja el riesgo de la inversión de capital en la empresa y es el exigido por los accionistas de la misma. Este rendimiento esperado para los inversores en acciones se estima agregándole a la tasa libre de riesgo la prima de riesgo multiplicada por beta.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R^M) - R^f]$$

En enero de 2021, la tasa de un bono del tesoro de Estados Unidos a 10 años fue del 1,11 % (Statista y Market Risk Premia, 2021). En lo que respecta a la prima de riesgo, se obtuvo de la base de datos de Damodaran que esta fue del 4,84 % a la fecha de la valuación.

La beta mide el riesgo que la inversión agrega al portafolio de mercado y se puede estimar de tres formas: corriéndose una regresión de datos históricos sobre precios de mercado, por medio de las características fundamentales de la inversión, o utilizando datos contables. La beta de una empresa depende de tres variables: el tipo de negocio en el que se encuentra la empresa, el grado de apalancamiento operativo de la empresa y el apalancamiento financiero de la empresa. En este caso, para calcular el beta, en primer lugar se obtuvieron los retornos mensuales de los últimos 5 años del índice S&P y de la acción de Ulta Beauty. A partir de los mismos se realizó una regresión lineal, y de esta forma, se llegó a un beta de 1,73.

Cuadro 21: Beta de Ulta Beauty a 5 años



Fuente: Elaboración propia a partir de los retornos mensuales de los últimos 5 años del índice S&P y la acción de Ulta Beauty obtenidos a partir de datos de Yahoo Finance

$$E(R_i) = 9,47 \% = 1,11 \% + 1,73 [4,84 \%]$$

Por lo tanto, a partir de la tasa libre de riesgo, el beta y el *risk premium*, se obtiene un costo del capital propio del 9,47 %.

El costo de la deuda después de impuestos es una función del riesgo de incumplimiento de la empresa y mide el costo actual para la empresa de tomar fondos prestados para financiarse. Esta tasa se puede estimar a través del *rating* obtenido por agencias de calificación de riesgo, o en su defecto, del historial reciente de préstamos o estimando su *rating* sintético. Al 30 de enero de 2021 y 1 de febrero de 2020, Ulta Beauty no tenía préstamos pendientes bajo la línea de crédito y la tasa de interés ponderada promedio fue del 1.56 % para el año fiscal 2020.

Las ponderaciones de cada uno de estos componentes deben reflejar sus proporciones de valor de mercado ya que estas proporciones miden cómo se financia la empresa existente. Según Market Screener (2022), en enero de 2021 el *market cap* fue de 15,761 miles de millones de dólares mientras que el *enterprise value* fue de 14,715 miles de millones de dólares.

$$\textit{Deuda financiera} = \textit{Enterprise value} - \textit{Capitalización de mercado} + \textit{Caja}$$

A partir de la fórmula previa podemos obtener el valor de mercado de la deuda financiera, que da 51 mil dólares estadounidenses. Por lo tanto, la proporción de E/EV da 99,9997 % y la proporción de D/EV da 0,0003 %. Considerando que la tasa impositiva efectiva del ejercicio fiscal 2020 fue del 23,9 %, llegamos a un WACC del 9,47 %.

$$WACC = 9,47\% = 9,47\% \times 99,9997\% + 1,56\% \times (1 - 23,9\%) \times 0,0003\%$$

Vale aclarar que si bien la empresa cuenta con más pasivo que patrimonio neto a valores libros, cuenta con muy poca deuda financiera, por lo tanto, tiene muy poca deuda a valores de mercado.

4.4 Resultados de la valuación

Una vez proyectados los flujos de fondos y calculada la tasa de descuento, se puede llegar al valor de una acción de Ulta Beauty al 30 de enero de 2021. Antes que nada, se estimó el valor de la perpetuidad al momento 10, descontando el flujo obtenido a una tasa de $(k - g)$, es decir $(9,47\% - 3,7\%)$. Luego, se descontaron todos los flujos de fondos libres al WACC calculado previamente y una vez sumados los flujos descontados, se llega a un *Enterprise Value* de casi 18,6 mil millones de dólares estadounidenses. Se puede decir que resulta razonable el valor de la perpetuidad ya que, una vez descontados los flujos, representa el 63,54 % del valor total de la empresa.

Para obtener el valor de una acción de Ulta Beauty, al *Enterprise Value* se le debió restar la deuda financiera y sumar la caja, llegando a un valor de casi 19,6 mil millones de dólares estadounidenses. Finalmente, se dividió dicho número por la cantidad de acciones de la empresa a la fecha de la valuación, es decir, 56 millones de acciones. De esa forma se llegó a un valor de 348,59 dólares estadounidenses por acción.

Cuadro 22: Proyección de los flujos de fondos libres y flujos de fondos descontados desde FY 2021 hasta FY 2030

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
	FY 2021 E	FY 2022 E	FY 2023 E	FY 2024 E	FY 2025 E	Y 2026	FY 2027 E	FY 2028 E	FY 2029 E	FY 2030 E	Perpetuidad
FCF	\$ 370,967	\$ 940,442	\$ 1,015,675	\$ 1,091,687	\$ 1,168,121	\$ 1,2	\$ 1,315,403	\$ 1,390,192	\$ 1,469,233	\$ 1,552,768	\$ 1,683,416
											Perpetuidad = \$29,181,217
DCF	\$ 338,879	\$ 784,786	\$ 774,254	\$ 760,214	\$ 743,080	\$ 722	\$ 698,273	\$ 674,141	\$ 650,843	\$ 628,350	\$ 11,808,601
			EV = \$18,584,691,567								Precio de la acción \$279.76
			EV - Deuda financiera + Caja = \$19,592,780,567								Valor de la acción \$348.59
			Cantidad de acciones = 56,205,592								Proporción perpetuidad = 63.54%

Fuente: Elaboración propia

Dado que el precio al que cotizaba la acción de Ulta Beauty al 30 de enero de 2021 fue de 279,76 dólares estadounidenses, se puede decir que al momento de la valuación, en función del valor estimado, la acción se habría encontrado subvaluada.

Para verificar la razonabilidad de las proyecciones, se calculará el *market share* de Ulta Beauty en 2030 proyectando los ingresos de la industria en ese momento. Por lo tanto, tomando el supuesto de que la industria del *retail* de belleza en Estados Unidos va a crecer desde 2021 hasta 2030 a una tasa del 5,7 %, y como se mencionó en el capítulo de la industria, actualmente la industria genera ingresos por 92 mil millones de dólares, si proyectamos los ingresos de la industria a 2030, estos serían de 150,9 mil millones de dólares.

Como se estima que las ventas de Ulta Beauty en 2030 serán de 13,7 mil millones de dólares, esto implicaría que la empresa va a pasar de tener un *market share* del 7 % en el FY 2020 a uno del 9,1 % en FY 2030. Se puede decir que esto resulta razonable ya que la empresa espera aumentar en los próximos años su *market share*, sin embargo, se trata de un mercado que está bastante saturado, por lo que el crecimiento potencial es limitado, pero no nulo.

5. BIBLIOGRAFÍA

Business Insider. (11 de agosto de 2020). *Masks may be causing a blow to lipstick sales, but eye makeup sales are booming as Americans find creative ways to use cosmetics.* Recuperado de: <https://www.businessinsider.com/eye-makeup-sales-rise-lipstick-dips-due-to-mask-wearing-2020-8>

Damodaran, A. (5 de enero de 2022). *Country Default Spreads and Risk Premiums.* Recuperado de: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.* Nueva York: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2011). *The Little book of valuation.* Nueva Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Danziger, P. (1 de septiembre de 2019). *6 Trends Shaping The Future Of The \$532B Beauty Business.* Forbes. Recuperado de: <https://www.forbes.com/sites/pamdanziger/2019/09/01/6-trends-shaping-the-future-of-the-532b-beauty-business/?sh=3cd6dfb5588d>

Data Bridge Market Research. (diciembre de 2021). *North America Cosmetics Market – Industry Trends and Forecast to 2029.* Recuperado de: <https://www.databridgemarketresearch.com/reports/north-america-cosmetics-market>

Investopedia. (27 de septiembre de 2021). *Lipstick Effect.* Recuperado el 28 de octubre de 2021 de: <https://www.investopedia.com/terms/l/lipstick-effect.asp>

Ketabchi, N. (s.f.). *Looks That Thrill - Inside the Booming Beauty Industry.* Toptal. Recuperado de: <https://www.toptal.com/finance/growth-strategy/beauty-industry>

Lachowicz, U. (s.f.) *INSIGHT: Beauty Market is Conquering E-Commerce*. Styla. Recuperado de: <https://blog.styla.com/en/insight-beauty-market-is-conquering-e-commerce>

Market Risk Premia. (2021). *Implied Market Risk Premia, USA*. Recuperado de: <http://www.market-risk-premia.com/us.html>

Market Screener. (2022). *Ulta Beauty, Inc. Financials*. Recuperado de: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/ULTA-BEAUTY-INC-65158/financials/>

Marketwatch. (25 de octubre de 2007). *Ulta Salon gains more than 60% in debut*. Recuperado de: <https://www.marketwatch.com/story/ulta-salon-gains-more-than-60-in-debut>

Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos. (enero de 2020). *The Budget and Economic Outlook: 2020 to 2030*. Recuperado de: https://www.cbo.gov/publication/56073#_idTextAnchor091

Reuters. (27 de septiembre de 2007). *UPDATE 1-Beauty retailer Ulta sets IPO at 8.548 mln shares*. Recuperado de: <https://www.reuters.com/article/ulta-ipo-idUSN2741684820070927>

Roberts, R. (8 de marzo de 2021). *2021 Beauty Industry Trends & Cosmetics Marketing: Statistics and Strategies for Your Ecommerce Growth*. Common Thread Collective. Recuperado de: <https://commonthreadco.com/blogs/coachs-corner/beauty-industry-cosmetics-marketing-ecommerce>

Sickler, J. (15 de julio de 2021). *Beauty Industry: Cosmetics Market Share, Trends, and Statistics*. Terakeet. Recuperado de: <https://terakeet.com/blog/beauty-industry/>

Sitio oficial del portal de estadísticas; Industria de Belleza: <https://www.statista.com/outlook/cmo/beauty-personal-care/worldwide>

Sitio oficial de Ulta Beauty: <https://www.ulta.com>

Statista. (2022). *Consumer Market Outlook: Beauty & Personal Care - United States*. Recuperado de: [https://www.statista.com/outlook/cmo/beauty-personal-care/united-states#:~:text=R%20in%20the%20Beauty%20%26%20Personal,\(CAGR%202022%2D2026](https://www.statista.com/outlook/cmo/beauty-personal-care/united-states#:~:text=R%20in%20the%20Beauty%20%26%20Personal,(CAGR%202022%2D2026))

Statista. (18 de julio de 2022). *Monthly development of ten year treasury bond rates in the United States from May 2013 to June 2022*. Recuperado de: <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/247556/monthly-development-of-ten-year-treasury-security-yield-rates-in-the-us/>

Ulta Beauty Inc. Reporte anual al 30 de enero de 2021 en formato 10-K. Recuperado de: <https://sec.report/Document/0001558370-21-003523/>

Ulta Beauty Inc. Yahoo Finance. Recuperado de: <https://finance.yahoo.com/quote/ULTA/>

Wood, Z. (18 de diciembre de 2020). *Sleeping beauty halls: how Covid-19 upended the 'lipstick index'*. The Guardian. Recuperado de: <https://www.theguardian.com/business/2020/dec/18/how-covid-19-upended-the-lipstick-index-pandemic-cosmetic-sales-makeup-skincare>

San Andrés