



Universidad de
San Andrés

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

Valuación de Best Buy Co., Inc.

Autores: Francisco Malek El Bacha y Gonzalo Bautista Dovzak

DNI: 43084842 y 42120420

Director de Tesis: Alejandro E. Loizaga

Buenos Aires, Argentina

Marzo, 2024

Resumen ejecutivo

Best Buy Co., Inc. es una empresa minorista que facilita el acceso a la electrónica de consumo a millones de individuos. Con 965 locales en Estados Unidos y 160 en Canadá, la empresa no solo ofrece productos, sino también servicios de soporte a nivel internacional, tanto físicamente a través de sus tiendas como en línea a través de sus páginas web.

En el presente informe se realiza una valuación de Best Buy al 3 de febrero de 2024, correspondiente al cierre del año fiscal 2024 (año 2023), y se compara con su precio de mercado para la misma fecha. Para ello, en la primera sección se hace un estudio de la historia de la empresa, su negocio, los productos y servicios que ofrece, y sus planes de crecimiento. Luego, contemplamos la industria donde se desarrolla y los factores que influyen en su crecimiento. Esto deriva en un análisis del posicionamiento de la empresa respecto a sus principales competidores y un análisis de FODA de la empresa. Cerramos esta primera etapa con un análisis financiero de la entidad.

Se efectuaron dos instancias de valuación; la primera por el método de flujos de fondos descontados y la segunda por el método de valuación relativa. Para ambos casos se lleva a cabo la valuación considerando a los arrendamientos operativos como expensa y como deuda. En el primer método, se suponen tres escenarios (un escenario base, uno optimista y uno pesimista) y se proyectan los flujos de fondos disponibles a la firma a 5 años y se descuentan al costo del capital. El resultado fue un precio por acción de \$99 según el caso base, considerando los arrendamientos como expensa. El precio por acción desciende a \$93 si los arrendamientos se consideran como deuda. Al 3 de febrero de 2024, la acción de Best Buy cotizaba a \$75,6.

El segundo método de valuación selecciona un grupo de empresas denominadas comparables y se analizan a valores corrientes por crecimiento en ventas, rentabilidad, estructura de capital, ratios financieros, y por último se computa el múltiplo EV/EBITDA, para determinar en última instancia un rango adecuado para el múltiplo al que Best Buy debería cotizar. En el caso de tomar los arrendamientos como expensa, el precio por acción asciende a \$126. Por otro lado, al considerarse como deuda, asciende a \$133.

Contenido

1. Introducción	1
2. Descripción del negocio	2
Gráfico 1. Estacionalidad en las ventas por trimestre.....	2
Gráfico 2. Ventas por categoría (2016 – 2023)	4
Gráfico 3. Evolución de USD 100 invertidos en Best Buy y el S&P500 (2004 - 2024)	5
3. Estrategia y visión futura	7
4. Análisis de la industria	9
4.1. La industria a nivel internacional y perspectivas futuras	9
Gráfico 4. Ventas a nivel mundial (2018 – 2028).....	9
Gráfico 5. Las 5 industrias de electrónica más grandes del mundo en 2022 ..	10
4.2. La industria en los Estados Unidos y perspectivas futuras	10
Gráfico 6. Evolución del PBI estadounidense y ventas minoristas (2012 – 2023)	11
Gráfico 7. Proporción de ventas minoristas sobre PBI y crecimiento (2013 – 2023)	12
4.3. Transformación digital: Ventas físicas vs. ventas en línea	12
Gráfico 8. Crecimiento en ventas físicas vs ventas en línea (2013 – 2023)	12
4.4. Competencia y crecimiento histórico	13
Tabla 1. Crecimiento anual compuesto en ventas.....	14
4.5. Cuotas de mercado en la industria	14
Gráfico 9. Estimación de cuota de mercado (2015 – 2023).....	15
Gráfico 10. Cuota de mercado promedio por compañía (2015 – 2023)	15
5. Posicionamiento competitivo	17
5.1. Análisis FODA de Best Buy	17
5.1.1 Fortalezas	17
5.1.2 Oportunidades	17
5.1.3 Debilidades	18
5.1.4 Amenazas	18
6. Análisis financiero	19
6.1. Evolución del estado de resultados	19
Tabla 2. Evolución del estado de resultados	19
Gráfico 11. Ventas diferenciadas entre locales físicos y en línea (2017 – 2023)	20
6.2. Análisis de rentabilidad	20
Tabla 3. Análisis porcentual del estado de resultados	21
Gráfico 12. Evolución de los márgenes (2016 – 2023)	22

Gráfico 13. La relación entre el margen operativo y gastos administrativos (2016 -2023)	22
Tabla 4. ROA, ROE y ROIC	23
Gráfico 14. Evolución del ROE, ROA y ROIC (2016 – 2023)	23
6.3. Análisis de actividad	24
Tabla 5. Ratios de actividad.....	24
Gráfico 15. El ciclo de conversión a caja (2016 – 2023).....	25
6.4. Estructura de capital y solvencia.....	25
Tabla 6. Estructura de capital y solvencia	26
6.4.1 Capital y deuda	26
Gráfico 16. Estructura de capital (2016 – 2023).....	26
6.4.2 Cobertura de intereses	27
Gráfico 17. Cobertura de intereses (2016 – 2023).....	27
6.4.3 Liquidez rápida.....	27
6.5. Ratios específicos de la industria.....	28
Tabla 7. Ratios específicos de la industria.....	28
6.5.1 Ventas comparables por local.....	28
Gráfico 18. Ventas comparables por local (2016 – 2023)	28
6.5.2 Número de locales.....	29
Gráfico 19. Número de locales por año (2016 – 2023).....	29
6.5.3 Ventas por local	29
Gráfico 20. Ventas por local (2016 – 2023)	30
7. Flujo de fondos descontados.....	31
7.1. Estimación de flujos de fondos a la firma.....	32
7.1.1 Ingresos.....	32
Gráfico 21. Ingresos históricos y proyectados (2019 – 2028)	34
Tabla 8. Proyecciones de crecimiento en ventas	35
7.1.2 Costo de ventas	36
7.1.3 Gastos de venta, generales y administrativos.....	36
Tabla 9. Gastos de venta, general y administrativos.....	37
7.1.4 Costos de reestructuración	37
7.1.5 Impuestos.....	38
7.1.6 Inversión en capital de mantenimiento.....	38
Tabla 10. Capital de mantenimiento histórico segregado.....	38
Gráfico 22. Capital de mantenimiento histórico segregado (2016 -2023).....	38
Tabla 11. Capital de mantenimiento proyectado histórico segregado	39
7.1.7 Depreciaciones y amortizaciones.....	39

Tabla 12. Esquema de PP&E.....	40
7.1.8 Inversión en capital de trabajo.....	40
Gráfico 23. Ciclicidad y proyección del DPO (2008 – 2028).....	41
Tabla 13. Proyecciones de capital de trabajo.....	42
7.1.9 Consistencia de las proyecciones.....	42
Gráfico 24. Ciclicidad de las ventas y márgenes (2008 – 2023)	43
Gráfico 25. Ciclicidad en la proyección y recomposición de márgenes (2008 – 2028).....	43
Tabla 14. Evaluación de márgenes y consistencia.....	45
7.2. Tasa de descuento	45
7.2.1 Costo de la deuda.....	46
7.2.2 Capitalización de mercado, deuda y estructura de capital.....	46
7.2.3 Costo del capital.....	46
Gráfico 26. Beta de Best Buy por regresión lineal (1987 – 2023)	47
Gráfico 27. Rolling beta de Best Buy (1990 – 2023)	48
Tabla 15. Beta por comparables.....	49
7.2.4 Costo ponderado del capital (WACC).....	49
7.3. Valor terminal.....	49
Tabla 16. Crecimiento del PBI e inflación.....	49
7.4. Valor de la firma	50
Tabla 17. Valuación por flujos de fondos descontados	52
Tabla 18. Valuación para los distintos escenarios	53
7.5. Análisis de sensibilidad.....	53
Tabla 19. Análisis de sensibilidad (WACC vs. Spread de ventas).....	53
Tabla 20. Análisis de sensibilidad (WACC vs. Crecimiento a perpetuidad)...	54
8. Flujos de fondos descontados: Arrendamientos operativos como deuda.....	55
Tabla 21. Esquema histórico de arrendamientos operativos.....	56
8.1. Supuestos, proyecciones y el impacto en los flujos de fondos a la firma ..	57
Tabla 22. Esquema de proyecciones de arrendamientos operativos y financieros.....	57
Tabla 23. Flujos de fondos a la firma: Esquema comparativo.....	58
8.2. El impacto en el costo ponderado del capital (WACC).....	58
8.2.1. Estructura de capital.....	58
8.2.2. Costo de leases.....	59
8.2.3. Costo de ponderado del capital	59
Tabla 24. Impacto sobre el costo ponderado del capital.....	59
8.2.4. Adicional: Beta por comparables.....	60
Tabla 25. Beta por comparables con contratos de leasing.....	60

8.3.	El impacto en el valor implícito del <i>equity</i> y el precio por acción	60
	Tabla 26. Valuación por flujos de fondos descontados con <i>leases</i>	61
	Tabla 27. Valuación con <i>leases</i> para los distintos escenarios	61
	Tabla 28. Comparación para los distintos escenarios de las valuaciones	62
9.	Valuación relativa	63
9.1.	Tipos de negocio	63
9.1.1.	Dell	64
9.1.2.	Hewlett Packard	64
9.1.3.	Apple	64
9.1.4.	Samsung	64
9.1.5.	Costco	65
9.1.6.	Target	65
9.1.7.	Walmart	65
9.1.8.	Upbound	66
9.1.9.	Walgreens	66
9.1.10.	Kroger	66
9.1.11.	CVS	66
9.2.	Comparables por tamaño	67
	Tabla 29. Comparables por tamaño	67
9.3.	Crecimiento	67
	Tabla 30. CAGR en ventas, EBITDA y ganancia neta (2019 - 2023)	68
	Tabla 31. Crecimiento implícito de las empresas comparables	69
9.4.	Indicadores de rentabilidad	70
	Tabla 32. Ratios de rentabilidad	71
9.3.1	ROA	71
9.3.2	ROE	71
9.3.3	Margen Operativo	72
9.3.4	Margen EBITDA	72
9.3.5	Margen Neto	72
9.5.	Indicadores financieros	72
	Tabla 33. Ratios financieros	73
9.6.	Indicadores de cobertura	73
	Tabla 34. Ratios de cobertura	74
9.7.	Elección y determinación del múltiplo para Best Buy	74
	Tabla 35. Resumen de valuación por múltiplos	77
9.8.	Análisis de sensibilidad	77
	Tabla 36. Análisis de sensibilidad (EV/EBITDA vs. EBITDA)	78

10. Valuación relativa (arrendamientos operativos como deuda)	79
Tabla 37. Comparables por tamaño con <i>leases</i> operativos.....	79
Tabla 38. Renta, EBITDA, EBITDAR y márgenes.....	80
Tabla 39. Estructura de capital.....	81
Tabla 40. Múltiplos EV/EBITDAR.....	82
Tabla 41. Análisis de sensibilidad (EV/EBITDAR vs. EBITDAR).....	82
11. Conclusión	83
Gráfico 28. Resultados de las valuaciones.....	83
Bibliografía (Libros y publicaciones)	85
Bibliografía (Informes y sitios web)	86



Universidad de
San Andrés

Índice de gráficos

Gráfico 1. Estacionalidad en las ventas por trimestre.....	2
Gráfico 2. Ventas por categoría (2016 - 2023).....	4
Gráfico 3. Evolución de USD 100 invertidos en Best Buy y el S&P500	5
Gráfico 4. Ventas a nivel mundial (2018 – 2028)	9
Gráfico 5. Las 5 industrias de electrónica más grande del mundo en 2022	10
Gráfico 6. Evolución del PBI estadounidense y ventas minoristas (2012 – 2023).....	11
Gráfico 7. Proporción de ventas minoristas sobre PBI y crecimiento (2013 – 2023)	12
Gráfico 8. Crecimientos en ventas físicas vs ventas en línea (2013 – 2023).....	12
Gráfico 9. Estimación de cuota de mercado (2015 – 2023)	15
Gráfico 10. Cuota de mercado promedio por compañía (2015 – 2023)	15
Gráfico 11. Ventas diferenciadas entre locales físicos y en línea (2017 – 2023).....	20
Gráfico 12. Evolución de los márgenes (2016 - 2023).....	22
Gráfico 13. La relación entre margen operativo y gastos administrativos (2016 - 2023)	22
Gráfico 14. Evolución del ROE, ROA y ROIC (2016 - 2023).....	23
Gráfico 15. El ciclo de conversión a caja (2016 - 2023)	25
Gráfico 16. Estructura de capital (2016 - 2023)	26
Gráfico 17. Cobertura de intereses (2016 - 2023)	27
Gráfico 18. Ventas comparables por local (2016 - 2023).....	28
Gráfico 19. Números de locales por año (2016 - 2023)	29
Gráfico 20. Ventas por local (2016 - 2023).....	30
Gráfico 21. Ingresos históricos y proyectados (2016 - 2023).....	34
Gráfico 22. Capital de mantenimiento histórico segregado (2016 - 2023).....	38
Gráfico 23. Ciclicidad y proyección del DPO (2008 – 2028)	41
Gráfico 24. Ciclicidad de las ventas y márgenes (2008 – 2023)	43
Gráfico 25. Ciclicidad en las proyección y recomposición de márgenes (2008 - 2028)	43
Gráfico 26. Beta de Best Buy por regresión lineal (1987 - 2023)	47
Gráfico 27. Rolling beta de Best Buy (1990 - 2023).....	48
Gráfico 28. Resultados de las valuaciones	83

Índice de tablas

Tabla 1. Crecimiento anual compuesto en ventas	14
Tabla 2. Evolución del estado de resultados.....	19
Tabla 3. Análisis porcentual del estado de resultados	21
Tabla 4. ROA, ROE y ROIC	23
Tabla 5. Ratios de actividad.....	24
Tabla 6. Estructuras de capital y solvencia.....	26
Tabla 7. Ratios específicos de la industria.....	28
Tabla 8. Proyecciones de crecimientos en ventas.....	35
Tabla 9. Gasto de venta, general y administrativos	37
Tabla 10. Capital de mantenimiento histórico segregado.....	38
Tabla 11. Capital de mantenimiento proyectado histórico segregado	39
Tabla 12. Esquema de PP&E.....	40
Tabla 13. Proyección de capital de trabajo	42
Tabla 14. Evaluación de márgenes y consistencia.....	45
Tabla 15. Beta por comparables	49
Tabla 16. Crecimiento del PBI e inflación	49
Tabla 17. Valuación por flujos de fondos descontados	52
Tabla 18. Valuación para los distintos escenarios.....	53
Tabla 19. Análisis de sensibilidad (WACC vs. Spread de ventas).....	53
Tabla 20. Análisis de sensibilidad (WACC vs. Crecimiento a perpetuidad)	54
Tabla 21. Esquema histórico de arrendamientos operativos	56
Tabla 22. Esquema de proyecciones de arrendamientos operativos y financieros.....	57
Tabla 23. Flujos de fondos a la firma: Esquema comparativo	58
Tabla 24. Impacto sobre el costo ponderado del capital.....	59
Tabla 25. Beta por comparables con contratos de leasing.....	60
Tabla 26. Valuación por flujos de fondos descontados con leases.....	61
Tabla 27. Valuación con leases para los distintos escenarios.....	61
Tabla 28. Comparación para los distintos escenarios de las valuaciones.....	62
Tabla 29. Comparables por tamaño	67
Tabla 30. CAGR en ventas (2019 – 2023)	68
Tabla 31. Crecimiento implícito de las empresas comparables.....	69
Tabla 32. Ratios de rentabilidad	71
Tabla 33. Ratios financieros	73
Tabla 34. Ratios de cobertura	74
Tabla 35. Resumen de valuación por múltiplos	77
Tabla 36. Análisis de sensibilidad (EV/EBITDA vs. EBITDA)	78

Tabla 37. Comparables por tamaño con leases operativos.....	79
Tabla 38. Renta, EBITDA, EBITDAR y márgenes	80
Tabla 39. Estructura de capital	81
Tabla 40. Múltiplos EV/EBITDA	82
Tabla 41. Análisis de sensibilidad (EV/EBITDA vs. EBITDAR)	82



Universidad de
San Andrés

Glosario

- CAPM: Del inglés, Capital Asset Pricing Model. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe, que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.
- Consumer electronics: Electrónica de consumo.
- DCF: Del inglés, Discounted Cash Flow. Es el método de valuación por flujo de fondos descontados.
- DIO: Del inglés, Days Inventory Outstanding. Representa la cantidad de días que en promedio la empresa tarda en vender su inventario.
- DPO: Del inglés, Days Payables Outstanding. Representa la cantidad de días que la empresa tarda en pagar a sus proveedores.
- DSO: Del inglés, Days Sales Outstanding. Es el promedio de días que tarda una empresa en cobrar las ventas después de haber realizado la venta.
- EBIT: Del inglés, Earnings Before Interests and Taxes. Significa ganancias antes de intereses e impuestos, o simplemente ganancia operativa.
- EBITDA: Del inglés, Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations. Significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- EV: Del inglés, Enterprise Value. Es el valor de la firma.
- Experience Stores: Tiendas grandes de Best Buy donde lo que se prioriza es la experiencia del consumidor.
- Gaming: Videojuegos.
- Kd: Costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa al tomar deuda financiera, y está expresado como una tasa de interés.
- Ke: Costo del equity. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.
- Leased: Alquilado.
- Leases/leasing: Arrendamientos.
- Levered: Apalancado.
- Market capitalization: Capitalización de mercado.
- Notes 2028 y 2030: Notas 2028 y 2030.
- Outlets: Tiendas de liquidación.
- Private labeling: Ventas de productos fabricados por terceros, pero con una marca propia.

- ROA: Del inglés, Return on Assets. Significa retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos (EBIT/Total Activos).
- ROE: Del inglés, Return on Equity. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto (Ganancia Neta/Patrimonio Neto).
- ROIC: Del inglés, Return on Invested Capital. Es el retorno sobre el capital total invertido, tanto propio de la firma como la deuda financiera contraída. Se calcula como el cociente entre la ganancia operativa y el capital invertido.
- Rolling beta: Beta calculado de manera dinámica, utilizando datos recientes en un período continuo.
- Sourcing: se refiere al proceso de búsqueda, selección y adquisición de bienes o servicios por parte de una empresa, con el objetivo de satisfacer sus necesidades operativas o estratégicas.
- Spread: Diferencial.
- Same Store Sales o SSS: Métrica de ventas para analizar la evolución de las ventas minoristas realizadas por los mismos locales año a año.
- Unlevered: No apalancado.
- USD: Código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos (y de otros países y dependencias).
- WACC: Del inglés, Weighted Average Cost of Capital. Es el costo promedio ponderado del capital.
- Yield to maturity o YTM: Es la tasa interna de retorno teórica que paga un activo que se adquiere hoy, suponiendo que se mantenga dicho activo hasta el vencimiento.

1. Introducción

Best Buy Co., Inc. es una empresa estadounidense que ofrece productos y servicios en la industria de la electrónica de consumo. En la actualidad, cuenta con 1,125 locales, 965 a nivel doméstico y 160 a nivel internacional, manteniendo una posición competitiva sólida frente a otros minoristas de la industria electrónica, empresas de comercio electrónico, proveedores de servicios tecnológicos, entre otros.

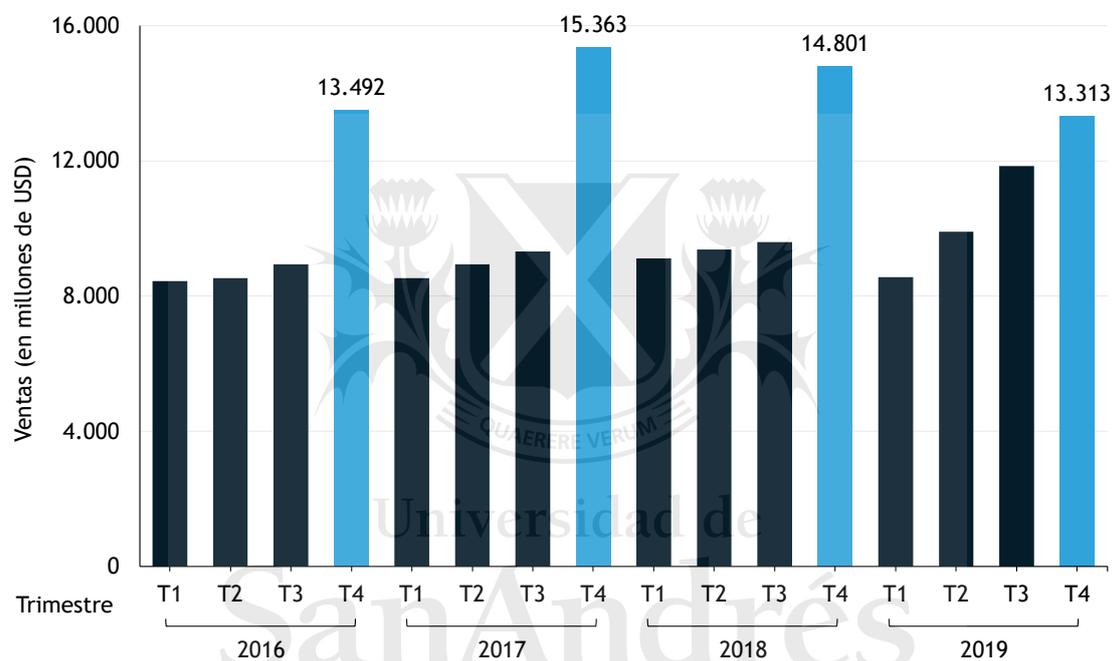
Best Buy genera ingresos mediante la venta de productos electrónicos y servicios, los cuales la empresa clasifica en seis categorías: computadoras y teléfonos móviles, electrónica de consumo, electrodomésticos, entretenimiento, servicios (consultas, instalaciones, reparaciones, etc.) y otros artículos, ofertas y servicios. La mayoría de los ingresos proviene de las ventas físicas, seguidas de las ventas en línea.

La empresa opera a nivel doméstico en los Estados Unidos bajo diversas marcas, que incluyen *Best Buy*, *Best Buy Ads*, *Best Buy Business*, *Best Buy Health*, *CST*, *Current Health*, *Geek Squad*, *Lively*, *Pacific Kitchen and Home*, *TechLiquidators* y *Yardbird*, así como los dominios *bestbuy.com*, *currenthealth.com*, *lively.com*, *techliquidators.com* y *yardbird.com*. A nivel internacional, la empresa lleva a cabo operaciones en Canadá bajo las marcas *Best Buy*, *Best Buy Mobile* y *Geek Squad*, junto con el dominio *bestbuy.ca*. Las operaciones en ambos segmentos engloban el desarrollo de ofertas de productos y servicios, fijación de precios y promociones, adquisiciones y cadena de suministro, operaciones en línea y aplicaciones móviles, así como estrategias de marketing y publicidad. Además, se gestiona la asignación de recursos humanos, financieros, tecnológicos y la gestión inmobiliaria. Los locales minoristas siguen procedimientos estandarizados para la gestión de inventario, protección de activos, procesamiento de transacciones, relaciones con los clientes, administración de tiendas, ventas y servicios de productos, formación del personal y exhibición de mercadería.

2. Descripción del negocio

Best Buy desarrolla sus operaciones en la industria de la electrónica de consumo como minorista. Este es un mercado extremadamente competitivo, caracterizado por altos costos de ventas y márgenes relativamente bajos en comparación con otras industrias. Además, es estacional, ya que la mayor parte de los ingresos generados se concentra en la última parte del año. En última instancia, los ingresos también dependen fuertemente de las condiciones macroeconómicas, las preferencias de los consumidores y sus costumbres.

Gráfico 1. Estacionalidad en las ventas por trimestre (2016 - 2018)



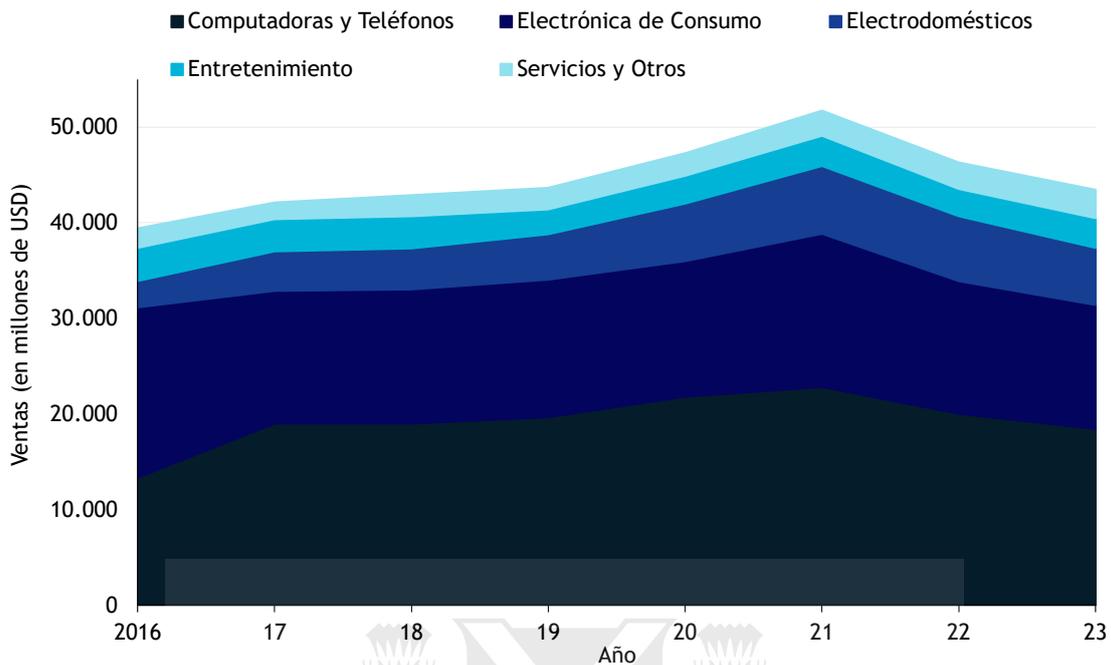
Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

La ciclicidad y la estacionalidad del sector en el que opera la empresa son factores determinantes en las ventas y los costos de ventas. En particular, la pandemia desencadenó una alta demanda de tecnología, ya que muchas personas buscaban adquirir dispositivos electrónicos para satisfacer las necesidades de trabajo y entretenimiento en el hogar. Por otro lado, la empresa se beneficia considerablemente por los ciclos naturales de actualización de los productos electrónicos. Históricamente, los consumidores han optado por renovar sus dispositivos electrónicos cada 3 a 7 años, dependiendo del producto. Los teléfonos móviles tienden a tener un ciclo de vida más corto, mientras que las computadoras y la electrónica de entretenimiento suelen tener un ciclo de vida más largo. Esta dinámica es un factor crítico que impacta directamente en los ingresos de Best Buy.

Por estos motivos, la empresa se enfoca en proporcionar a los clientes una experiencia de compra única y personalizada. Este objetivo se logra a través de su presencia tanto en tiendas físicas como en línea, permitiendo a los clientes acceder a productos y servicios de manera conveniente.

Las ventas de la empresa provienen principalmente del sector de computadoras y teléfonos móviles, que representaron, en promedio, el 44% de sus ingresos durante los últimos 5 años. Esta categoría incluye, además de teléfonos y computadoras portátiles y de escritorio, periféricos y dispositivos de red. En segundo lugar, la electrónica de consumo, que representó, en promedio, el 31% de los ingresos durante el mismo período, abarcando productos de imagen digital, salud y fitness, así como aparatos electrónicos de entretenimiento para el hogar y audio, entre otros. En tercer lugar, la categoría de electrodomésticos, que comprende lavarropas, refrigeradores, lavavajillas, licuadoras, cafeteras, entre otros, representó el 13% de las ventas en promedio durante los últimos 6 años. La categoría de entretenimiento, que incluye drones, videojuegos, películas, música, realidad virtual y otros productos relacionados, representó el 6% de los ingresos en promedio para el mismo período. En última instancia, los servicios de Best Buy, que abarcan consultas, entregas, diseño, servicios de salud, instalación, membresías, reparaciones, configuración, soporte técnico y servicios relacionados con garantías, representaron el 5% de los ingresos, mientras que el restante 1% lo comprenden otros productos, promociones y servicios.

Gráfico 2. Ventas por categoría (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

En cuanto a los servicios, la empresa ha implementado un programa de membresías que ofrece tres niveles. El nivel gratuito, denominado *My Best Buy*, se ha diseñado para brindar comodidad a los clientes y ofrece beneficios como envío gratuito sin compra mínima, acceso en línea al historial de compras, seguimiento de pedidos y un proceso de pago rápido. Para aquellos que buscan una experiencia más completa, Best Buy presenta *My Best Buy Plus*, un nuevo plan de membresía que, por una tarifa anual de \$49.99 dólares, incluye todos los beneficios de *My Best Buy*, además de precios exclusivos y acceso a lanzamientos de productos altamente anticipados, envío gratuito de 2 días y un período extendido de 60 días para devoluciones y cambios en la mayoría de los productos. Por último, *My Best Buy Total* fue creado para aquellos que buscan garantías, incluyendo servicios de soporte técnico (*Geek Squad*), hasta 2 años de protección de productos (incluyendo AppleCare+ en la mayoría de las compras de Best Buy) e instalación en el hogar de los productos que así lo requieran.

En lo que respecta a sus operaciones tanto a nivel doméstico como internacional, la empresa adquiere su inventario de diversos proveedores con los que mantiene sólidas relaciones, permitiéndole ofrecer a los consumidores una amplia gama de productos y servicios. En el año fiscal 2024, aproximadamente el 80% de la mercadería adquirida por Best Buy provino de sus 20 proveedores más importantes. Entre estos, Apple, Samsung,

HP, LG y Sony únicamente representaron el 55% del total de los bienes adquiridos. A pesar de esta proporción significativa, la empresa no opera con contratos rigurosos con sus proveedores. En contraste, adopta un enfoque más flexible, monitoreando constantemente la demanda del consumidor y ajustando los niveles de inventario en consecuencia.

Por otro lado, el poder de compra de Best Buy le permite negociar reembolsos, garantías, rebajas de precios y otros incentivos para aumentar las ventas, e incluso tercerizar el desarrollo de productos. Este último proceso, conocido como *sourcing*, implica que productores internacionales fabriquen productos para la compañía, los cuales se venden bajo sus propias marcas. Este enfoque, denominado *private labeling*, destaca la capacidad de Best Buy para ofrecer productos únicos y diferenciados a sus clientes. Cabe destacar que Best Buy mantiene un exigente control de calidad sobre sus artefactos, asegurando así un alto estándar en la producción y la entrega de productos de calidad a sus clientes.

En los últimos dos años, 2022 y 2023, el precio de la acción ha caído considerablemente debido al decrecimiento en las ventas de la empresa.

Gráfico 3. Evolución de USD 100 invertidos en Best Buy y el S&P500 (2004 - 2024)



En particular, \$100 dólares invertidos a principios del año 2004 en Best Buy equivalían a \$215 dólares a comienzo del año 2024, mientras que invertidos en el índice *Standard & Poor 500* equivalían a \$431 dólares. Pese al decrecimiento en ventas, reflejado en la cotización de las acciones de la empresa, conserva su sólida reputación en la industria y prospectos favorables de crecimiento a largo plazo que analizaremos en las próximas secciones.



Universidad de
San Andrés

3. Estrategia y visión futura

Como líder en la industria como minorista de electrónica y servicios, Best Buy ha identificado cuatro áreas principales en las que concentra sus esfuerzos para garantizar la solidez de su posición competitiva y el crecimiento de la empresa.

El primer pilar estratégico de Best Buy se centra en su modelo multicanal de ventas. En el mundo post-pandemia, se ha observado un aumento significativo en la compra tanto en tiendas físicas como en línea, lo que lleva a la empresa a enfocarse constantemente en mejorar la experiencia del cliente al combinar de manera efectiva la presencia física y online. Esto implica la provisión de servicios en las tiendas, la adaptación de la presentación de productos para que sea consistente con la experiencia en línea y la inclusión de puntos de venta de marcas líderes, como el ejemplo de Apple, en las tiendas de Best Buy. Esta estrategia busca satisfacer las cambiantes preferencias de los consumidores y fortalecer la posición de la empresa en el mercado.

El segundo pilar estratégico se centra en la construcción de relaciones con los clientes a través de programas de membresía. La introducción de niveles de membresía como *My Best Buy*, *My Best Buy Plus* y *My Best Buy Total* tiene como objetivo mejorar la fidelidad del cliente, ofreciendo beneficios exclusivos y servicios que van más allá de la simple transacción de compra. En otras palabras, se busca cautivar al cliente y posicionar a Best Buy como la primera opción a la hora de adquirir productos y/o servicios de electrónica.

La tercera área estratégica es el crecimiento de *Best Buy Health*, una iniciativa que surge en respuesta a las tendencias emergentes en tecnología, salud y bienestar de rápido acceso doméstico. *Best Buy Health* ofrece una gama de productos y servicios que incluyen dispositivos médicos y servicios de seguimiento, como monitores de presión arterial, controles durante la actividad física y otros dispositivos. Además, colabora estrechamente con proveedores de atención médica y organizaciones para ofrecer soluciones que permitan a las personas monitorear su salud desde la comodidad de sus hogares.

El cuarto pilar táctico se centra en la eficiencia operativa. La empresa busca reducir costos con el objetivo de aumentar el margen operativo, concentrando sus esfuerzos en optimizar la compra de inventarios, el cierre de locales físicos y la implementación de nuevas

tecnologías, como la inteligencia artificial, para mejorar la experiencia del cliente y reducir las cargas laborales.

Best Buy es extremadamente susceptible a las condiciones macroeconómicas, ya que estas afectan tanto el consumo como el desarrollo de nuevas tecnologías. La empresa busca expandir su oferta en áreas como la nube de datos, realidad aumentada, inteligencia artificial, el 5G, vehículos eléctricos, entre otros. La capacidad de satisfacer las demandas de los clientes es crítica para el crecimiento y la estabilidad de Best Buy. A pesar de los desafíos que enfrenta, la empresa ha demostrado su capacidad para afrontar situaciones complejas, mantener su sólida posición como líder de la industria y cuenta con buenos prospectos para crecer económicamente.



Universidad de
San Andrés

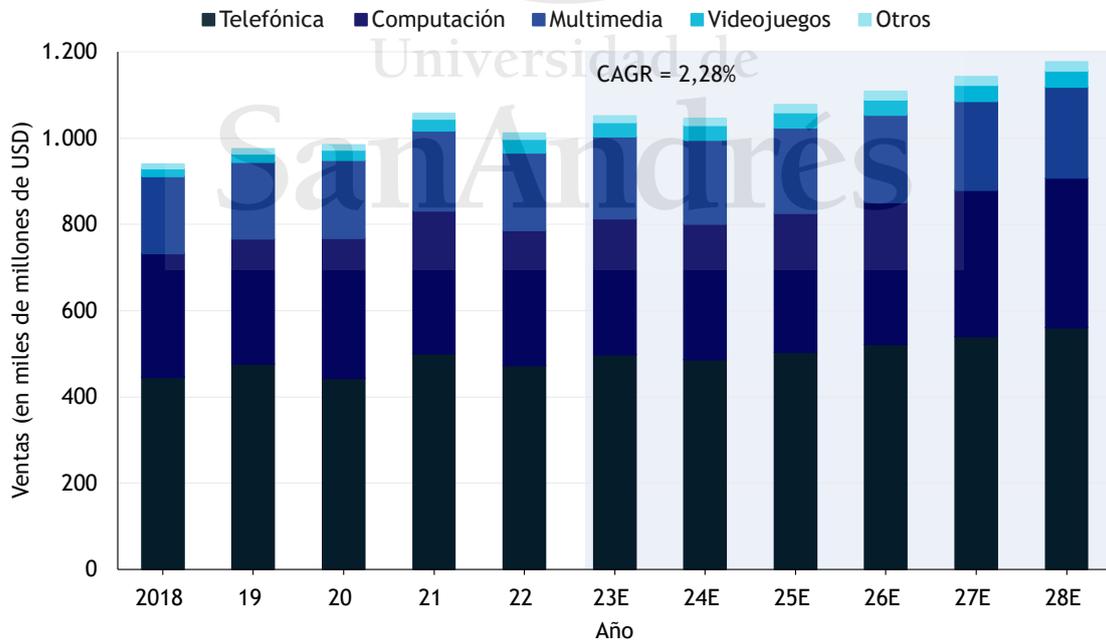
4. Análisis de la industria

En la presente sección, analizamos la industria de la electrónica de consumo a nivel internacional y las proyecciones de crecimiento. En segundo lugar, analizamos la industria de electrónica minorista estadounidense y las estimaciones futuras de crecimiento. Una visión general del sector, tanto a nivel mundial como en los Estados Unidos nos permite evaluar las perspectivas futuras para las empresas, y Best Buy en particular, en un entorno en constante cambio, caracterizado por la interacción entre el avance tecnológico, las preferencias de los consumidores y la creciente relevancia del comercio electrónico.

4.1. La industria a nivel internacional y perspectivas futuras

La electrónica de consumo a nivel global es una industria de aproximadamente mil millones de dólares anuales. Los ingresos provienen principalmente de la venta de teléfonos móviles y equipos de computación, en un segundo plano de equipos de multimedia, y el restante de videojuegos y otros productos y servicios, incluyendo electrodomésticos.

Gráfico 4. Ventas a nivel mundial (2018 - 2028)



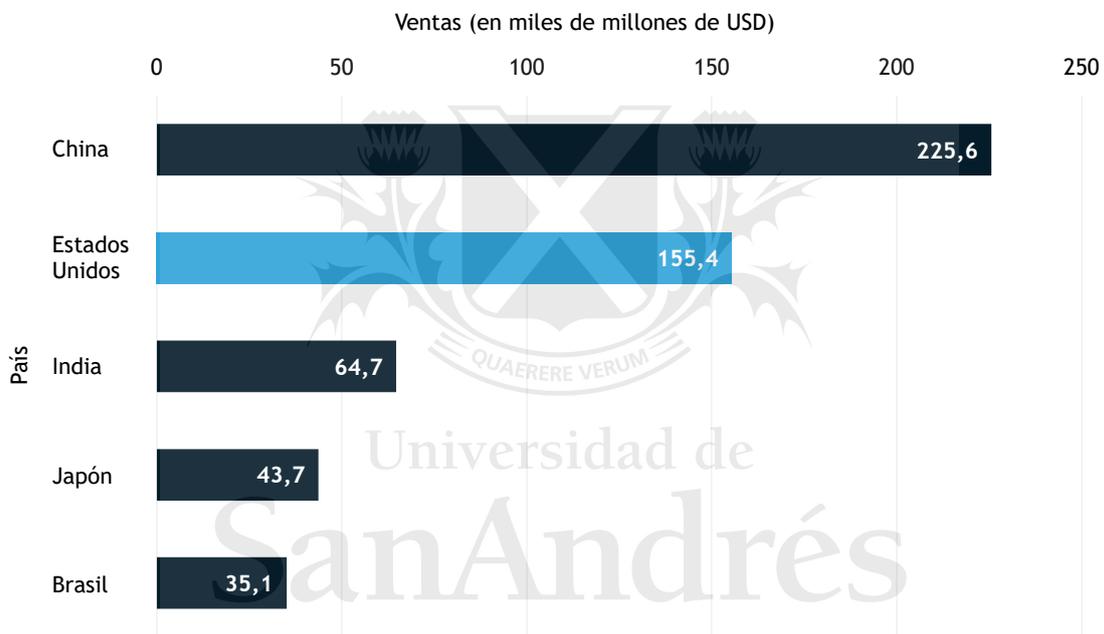
Fuente: Elaboración propia.
Statista Market Insights, Sep. 2023.

Las estimaciones para el año 2023 indicaban que las ventas a nivel mundial alcanzarían los 1.052 mil millones de dólares, y las proyecciones señalan una tasa de crecimiento compuesta anual del 2.28%, añadiendo 100 mil millones de dólares nominales en ventas

para el año 2028. Entre los distintos participantes del sector global, se encuentran nombres reconocidos de la industria, como Amazon, que operan exclusivamente de manera online, así como minoristas de presencia física, como Costco, Target y Walmart.

A nivel país, para el año 2022, China lideraba en ventas, alcanzando una cifra de \$225,6 mil millones de dólares anuales, seguido por los Estados Unidos con \$155,4 mil millones. La prominencia de India (\$64,7 mil millones), Japón (\$43,7 mil millones) y Brasil (\$35,2 mil millones) completa el conjunto de los cinco países que tienen mayor relevancia a nivel global en términos de ventas.

Gráfico 5. Las 5 industrias de electrónica más grandes del mundo en 2022



Fuente: Elaboración propia.
Statista Market Insights, Sep. 2023.

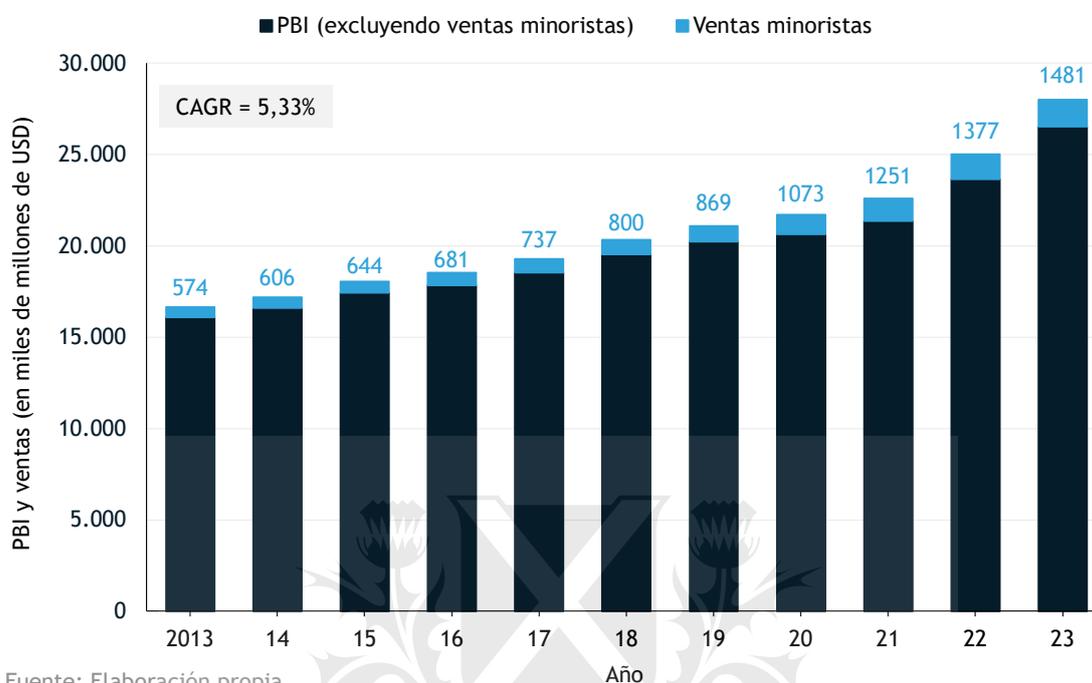
Best Buy posee más del 80% de sus locales en los Estados Unidos, la segunda industria de electrónica de consumo más grande a nivel global, y que se encuentra en constante crecimiento debido a los avances tecnológicos y la demanda de los consumidores.

4.2. La industria en los Estados Unidos y perspectivas futuras

Desde el año 2013 hasta el año 2023, las ventas minoristas experimentaron un crecimiento constante, incrementando de \$574.169 millones a \$1.481.318 millones. En paralelo, el PBI de los Estados Unidos aumentó de \$16.068.805 millones en 2013 hasta \$27.994.627 millones en 2023. Aunque el crecimiento de la economía, medido por el producto bruto

interno, no se explique únicamente por las ventas minoristas, es interesante observar de manera gráfica la tendencia de ambas variables.

Gráfico 6. Evolución del PBI estadounidense y ventas minoristas (2013 - 2023)

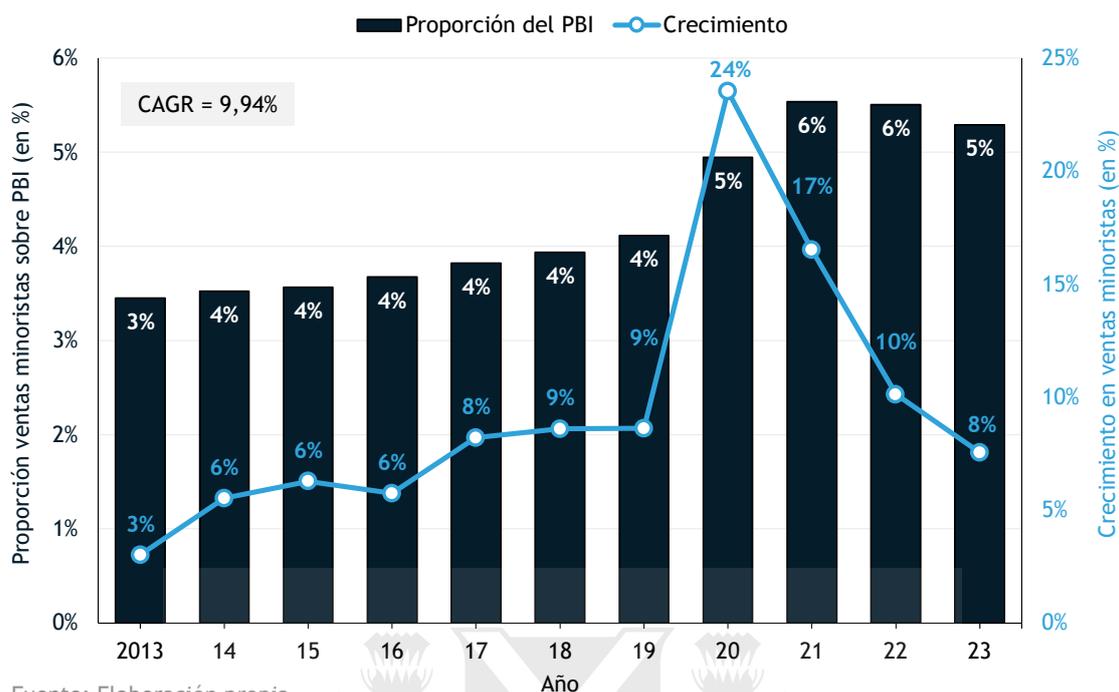


Fuente: Elaboración propia.
Census Gov & FRED.

En términos nominales, las ventas minoristas aumentaron todos los años. El mayor aumento sucedió en el año 2020, que, en términos porcentuales, incrementó en un 21% respecto del año 2019. No obstante, y pese al crecimiento nominal en ventas, el consumo cayó considerablemente en los últimos dos años con respecto al auge del año de la pandemia. De todas maneras, en conjunto, el crecimiento anual compuesto de 2013 a 2023 del producto bruto interno significó un 5,33%.

En términos de proporción, las ventas minoristas representan, en promedio, un 4,3% del PBI estadounidense. En 2013, cuando representaban un 3%, hoy en día, en 2023, representan un 5%. El crecimiento anual compuesto para el período representa una elevada tasa de 9,9%.

Gráfico 7. Proporción de ventas minoristas sobre PBI y crecimiento (2013 - 2023)

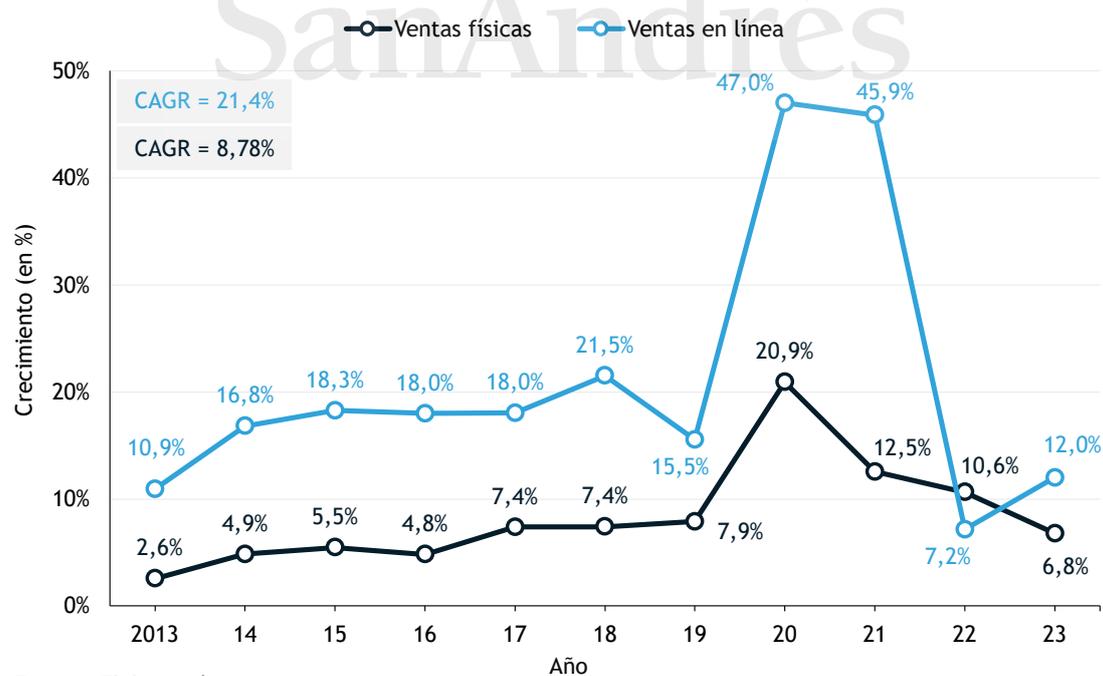


Fuente: Elaboración propia.
Census Gov & FRED.

4.3. Transformación digital: Ventas físicas vs. ventas en línea

La revolución digital ha alterado el desarrollo de las ventas minoristas, evidenciando un impacto significativo en la transición de las ventas tradicionales a las ventas online.

Gráfico 8. Crecimiento en ventas físicas vs. ventas en línea (2013 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Census Gov & FRED.

En 2013, las ventas físicas ascendieron a \$542.016 millones, mientras que las ventas online representaron \$32.153 millones. Con el afianzamiento de la digitalización, las ventas online experimentaron un crecimiento exponencial, alcanzando \$223.679 millones en 2023, mientras que las ventas físicas ascendieron a \$1.257.379 millones en el mismo período. Este fenómeno subraya la creciente preferencia de los consumidores por las plataformas online y destaca la necesidad imperante para los minoristas de adaptarse a esta transformación digital.

La pandemia ha catalizado el crecimiento de las ventas en línea durante los años 2020 y 2021, y que para el período analizado significó una tasa de crecimiento anual compuesto de 21,4%. Aunque esta tendencia ha experimentado una disminución en los años recientes, se anticipa que perdure y continúe en ascenso. Por su parte, las ventas físicas incrementaron considerablemente y crecieron de manera anual compuesta a una tasa de 8,8%. Se espera un panorama futuro favorable para los ingresos del sector.

4.4. Competencia y crecimiento histórico

La competencia en la industria es sumamente diversa, con empresas líderes como Apple, que mayormente distribuye sus productos a través de sus propias tiendas, mientras que otras optan por utilizar minoristas como canales de venta, como es el caso de Sony, LG y Dell. Este paisaje competitivo se ve aún más influenciado por el crecimiento continuo de las ventas en línea, las cuales ya representan más de un tercio de todas las ventas minoristas de electrónica de consumo. La transición hacia estrategias de ventas multicanal destaca la necesidad crítica de adaptabilidad por parte de las empresas minoristas para mantener su relevancia en un mercado en constante evolución.

Además, la gestión de inventarios y distribución se enfrenta a desafíos significativos debido al crecimiento tanto en la demanda como en la oferta de productos, impulsado por cambios en las preferencias de los consumidores y avances tecnológicos. Otro factor clave en este panorama es la evolución hacia un modelo de negocio profundamente centrado en la experiencia del consumidor, en respuesta a las relativamente bajas barreras de entrada en la industria.

Entre los competidores más cercanos al modelo de negocios de Best Buy, se encuentran Dell, Hewlett Packard, Apple, Samsung, Walmart, Costco y Target. La tabla inferior

exhibe el crecimiento anual compuesto en ventas para cada empresa para distintos períodos. En particular, los competidores que mayor crecimiento experimentaron son Costco y Walmart. También se observa que para los periodos pre y post pandemia, el crecimiento en ventas anual compuesto fue elevado para todas las compañías. Por su parte, Best Buy se encuentra sexto en este ranking, y se pone en evidencia la desaceleración de las ventas teniendo en cuenta los últimos dos años transcurridos.

Tabla 1. Crecimiento anual compuesto en ventas
(en porcentaje %)

Compañía	Histórico	Pre-Pandemia	Postpandemia
	CAGR (2015 - 23')	CAGR (15' - 20')	CAGR (15' - 21')
Apple	4,3	0,6	5,7
HP	0,5	1,9	3,6
Dell	4,2	7,9	6,6
Costco	16,0	19,2	20,5
Walmart	16,9	26,2	23,3
Target	3,2	5,8	6,8
Samsung	1,8	3,0	3,8
Best Buy	1,2	3,6	4,6

Fuente: Elaboración propia.
Datos públicos de empresas.

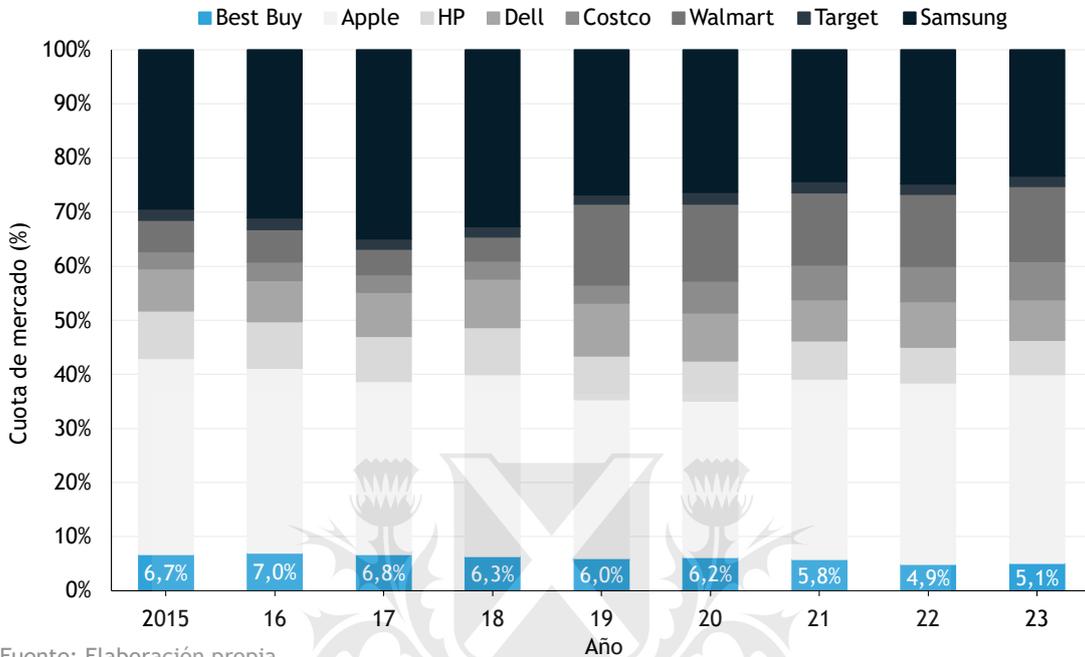
4.5. Cuotas de mercado en la industria

Habiendo analizado la industria a nivel internacional, en los Estados Unidos, y las proyecciones de crecimiento, y luego de identificar los competidores relevantes para Best Buy y analizar el crecimiento en ventas de los últimos años, confeccionamos una cuota de mercado sintética para los distintos minoristas de la industria, basada en las ventas de cada uno, para los años 2015 a 2023.

Las estimaciones señalan estabilidad entre los competidores de la industria, aunque en los últimos años, Walmart y Costco aumentaron su participación considerablemente. La cuota de mercado es un juego de suma cero, lo que significa que lo que uno gana en participación, otro lo pierde. Entre los perjudicados, aunque no de manera significativa, se encuentran HP, Samsung y Best Buy. Sin embargo, las cuotas de todos los participantes se mantuvieron, en promedio, constantes. En cuanto a la participación de mercado de Best Buy, se ha observado una relativa estabilidad a lo largo de los años, especialmente durante

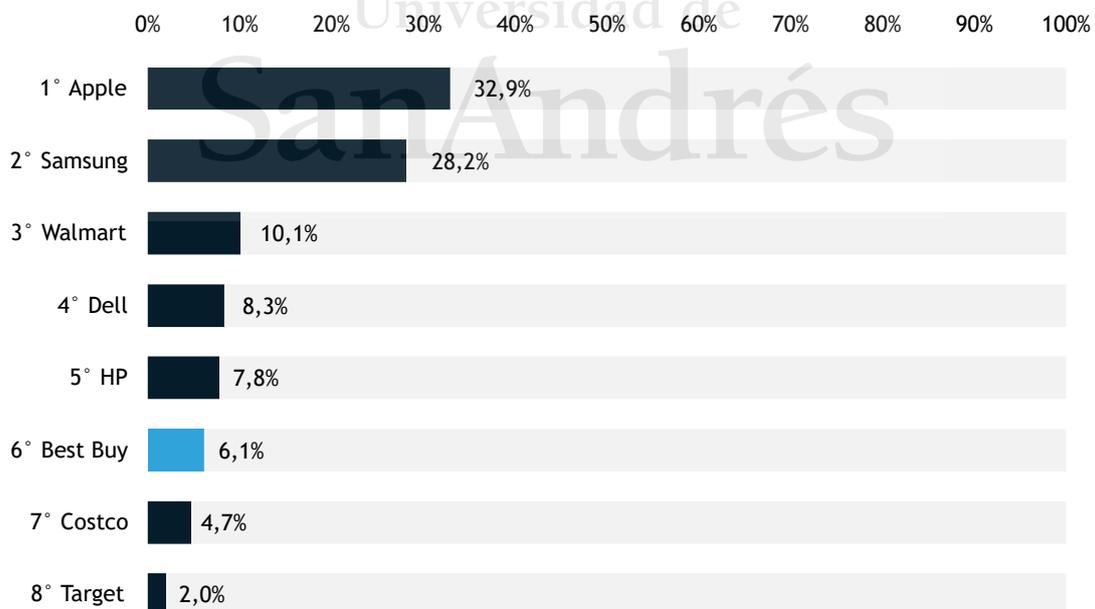
el período de 2015 a 2020, donde su porcentaje osciló entre el 6 % y el 7 %. Sin embargo, su presencia en el mercado experimentó cierta disminución en los años 2022 y 2023, y hoy en día conserva un 5,1% de cuota de mercado.

Gráfico 9. Estimación de cuota de mercado (2015 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de empresas.

Gráfico 10. Cuota de mercado promedio por compañía (2015 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de empresas.

El gráfico superior muestra la cuota de mercado promedio para los años 2015 a 2023 de las compañías seleccionadas. Apple lidera con un 32,9% del mercado, seguido por

Samsung con un 28,2%. En un segundo plano se ubican Walmart, HP, y Dell con un 10,1%, 7,8% y 8,3%, respectivamente, en promedio. En tercer lugar, se encuentran Target y Costco, con un 2,0% y 4,7%, respectivamente. Best Buy se encuentra en el sexto puesto.



Universidad de
San Andrés

5. Posicionamiento competitivo

Tras realizar un análisis detallado de la industria, es pertinente proceder con un análisis de la competencia. Aunque Best Buy ha consolidado su posición como líder minorista en la industria de la electrónica de consumo, se enfrenta a varios competidores que representan desafíos para la empresa.

5.1. Análisis FODA de Best Buy

La herramienta FODA se utiliza para analizar las fuerzas, oportunidades, debilidades y amenazas de una empresa, identificando factores internos y externos que pueden impactarla positiva o negativamente. Este análisis permite distinguir áreas de eficiencia y oportunidades de mejora, incluso revelando problemas graves que requieren atención. Los factores internos, como las fortalezas y debilidades, abarcan aspectos financieros, físicos, productivos y humanos, mientras que los externos, como las oportunidades y amenazas, consideran factores económicos, políticos, demográficos y sociales fuera del control directo de la compañía. Es crucial comprender el posicionamiento competitivo de la empresa para la creación de planes estratégicos y la toma de decisiones, lo que requiere una comprensión precisa de su situación actual. Por lo tanto, el análisis FODA facilita el diagnóstico de problemas y la implementación de estrategias para mejorar la competitividad de la organización.

5.1.1 Fortalezas

Best Buy goza de una reputación consolidada como minorista confiable en la industria de la electrónica. Posee una amplia gama de productos y servicios. Esta diversificación abarca desde dispositivos electrónicos hasta soporte técnico e instalaciones, proporcionando una solución integral a las necesidades de los clientes. Además, la exitosa integración de las operaciones en línea y en tiendas físicas otorga flexibilidad a las demandas de los consumidores y más opciones en la experiencia de compra.

5.1.2 Oportunidades

La expansión del comercio electrónico le proporciona a Best Buy una oportunidad para ganar cuota de mercado. El constante recambio de productos, impulsado por el lanzamiento de nuevas generaciones de dispositivos electrónicos, presenta otra oportunidad para satisfacer la creciente demanda y aumentar las ventas. La adopción de la inteligencia artificial puede mejorar la eficiencia operativa y personalización de los

servicios, proporcionando una ventaja desde el lado operacional de la empresa. Las nuevas tecnologías también proporcionan oportunidades en otros nuevos mercados. La entrada de Best Buy Health al mercado de salud y electrónica podría demostrar no solo ser rentable sino establecer dominancia en una industria novedosa.

5.1.3 Debilidades

La presencia de conflictos políticos puede afectar la cadena de suministro y los márgenes de rentabilidad, presentando una vulnerabilidad para Best Buy. Por otro lado, la aceleración en el ciclo de vida de los productos (el recambio es cada vez más frecuente) debido a la demanda del consumidor representa un desafío en términos de gestión de inventario y adaptación rápida. A su vez, la ausencia de barreras de entrada permite a los competidores ingresar fácilmente al mercado, especialmente con el auge de las ventas digitales.

5.1.4 Amenazas

La ausencia de ventajas competitivas es una amenaza para el modelo de negocios de Best Buy, especialmente en un entorno donde las ventas digitales se encuentran en constante crecimiento. Además, la necesidad constante de mejorar la oferta de productos y servicios, así como la eficiencia operativa, para adaptarse a un mercado dinámico y evolutivo, hace que la reputación de Best Buy dependa constantemente de su capacidad adaptativa al entorno competitivo.

En resumen, el análisis FODA destaca la sólida posición competitiva de Best Buy, identificando áreas clave para capitalizar oportunidades y abordar desafíos. La capacidad de la empresa para innovar, adaptarse y mantener su reputación será crucial en su continuo éxito en su industria.

6. Análisis financiero

En la presente sección se realiza un análisis financiero de Best Buy, en donde se analizan los aspectos rentables, los indicadores de actividad, la estructura de capital y su salud crediticia, junto con la capacidad de solvencia, y otros indicadores específicos de la industria en donde desarrolla sus operaciones.

6.1. Evolución del estado de resultados

A continuación, presentamos un análisis de la descomposición de los ingresos de Best Buy, en base a la evolución del estado de resultados a partir del año 2015 hasta el año 2023.

Tabla 2. Evolución del estado de resultados

(en miles de millones de USD)

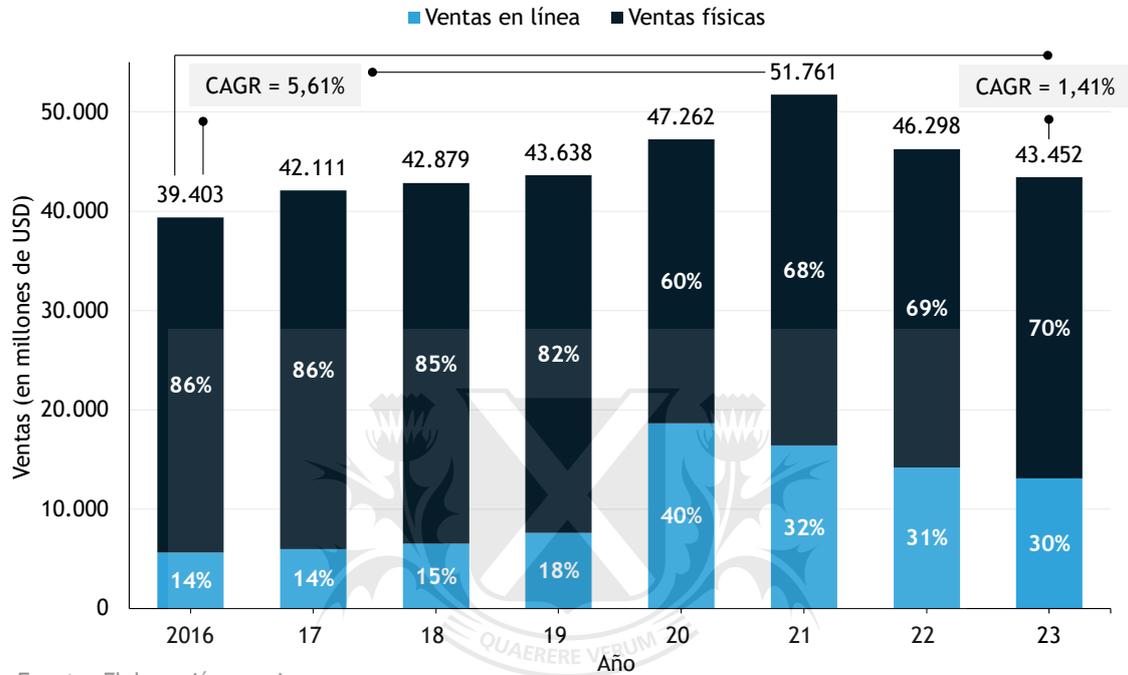
Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	39,4	42,2	42,9	43,6	47,3	51,8	46,3	43,5
Costo de ventas	(30,0)	(32,3)	(32,9)	(33,6)	(36,7)	(40,1)	(36,4)	(33,8)
Ganancia bruta	9,4	9,9	10,0	10,0	10,6	11,6	9,9	9,6
Gastos administrativos	(7,5)	(8,0)	(8,0)	(8,0)	(7,9)	(8,6)	(8,0)	(7,9)
Cargos de reestructuración	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,3)	0,0	(0,1)	(0,2)
Ganancia operacional	1,9	1,8	1,9	2,0	2,4	3,0	1,8	1,6
Ingresos por inversiones y otros	0,03	0,05	0,06	0,05	0,04	0,01	0,03	0,10
Gastos por intereses	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)
Ganancia antes de impuestos	1,8	1,8	1,9	2,0	2,4	3,0	1,8	1,6
Impuestos	(0,6)	(0,8)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,4)	(0,4)
Otros ingresos	0,021	0,001	0,000	0,000	0,000	0,004	0,001	0,001
Ganancia neta	1,2	1,0	1,5	1,5	1,8	2,5	1,4	1,2

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

En 2016, la empresa reportó ingresos por \$39,4 mil millones, los cuales experimentaron un crecimiento moderado hasta 2019, alcanzando los \$43,6 mil millones. A pesar de los desafíos económicos globales causados por la irrupción del covid-19 en 2020, Best Buy logró un aumento significativo en los ingresos, alcanzando los \$47,3 mil millones. El punto más alto durante el período analizado se registró en 2021, con ingresos ascendiendo a \$51,8 mil millones. Sin embargo, en 2022, se observó una disminución en los ingresos, descendiendo a \$46,3 mil millones, caída que continuó en el 2023, donde la facturación descendió a \$43,5 mil millones. Esta se atribuye en parte a una disminución generalizada del consumo tras dos años de alta demanda debido a la pandemia. Además, el panorama macroeconómico incierto exacerbó la desaceleración del consumo. A pesar de la caída en

la facturación en 2023, las proyecciones macroeconómicas sugieren una posible recuperación de la tendencia creciente en los años siguientes. Este crecimiento puede atribuirse a diversas estrategias implementadas por Best Buy, como la expansión del comercio electrónico y posiblemente el impacto positivo de la recuperación económica.

Gráfico 11. Ventas diferenciadas por locales físicos y en línea (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Otra tendencia que continúa cobrando fuerzas son las ventas en línea. Previo al año 2020, las ventas *online* representaban menos del 20% de los ingresos totales. No obstante, luego de la pandemia la proporción incrementó considerablemente y para el último año fiscal representaron un tercio de la facturación total. Se espera que el consumo en línea mantenga esta inercia y continúe cobrando mayor relevancia en los ingresos de las empresas del sector de electrónica de consumo.

6.2. Análisis de rentabilidad

Para profundizar en el análisis de los ingresos, presentamos un desglose porcentual del estado de resultados de Best Buy, en conjunto con un análisis de los indicadores relevantes de la rentabilidad de la empresa.

Tabla 3. Análisis porcentual del estado de resultados

(en porcentaje %)

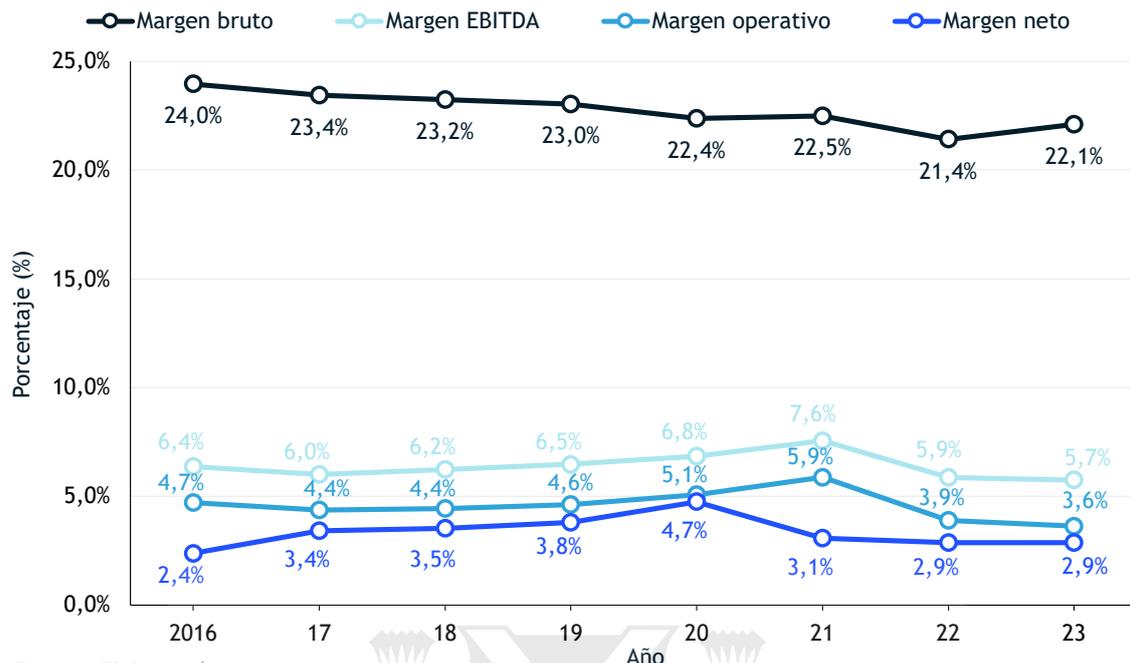
Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Costo de ventas	(76,0)	(76,6)	(76,8)	(77,0)	(77,6)	(77,5)	(78,6)	(77,9)
Margen bruto	24,0	23,4	23,2	23,0	22,4	22,5	21,4	22,1
Gastos administrativos	(19,2)	(19,0)	(18,7)	(18,3)	(16,8)	(16,7)	(17,2)	(18,1)
Cargos de reestructuración	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,5)	0,1	(0,3)	(0,4)
Margen operacional	4,7	4,4	4,4	4,6	5,1	5,9	3,9	3,6
Ingresos por inversiones y otros	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
Gastos por intereses	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)
Utilidad antes de impuestos	4,6	4,3	4,4	4,6	5,0	5,8	3,9	3,7
Impuestos	(1,5)	(1,9)	(1,0)	(1,0)	(1,2)	(1,1)	(0,8)	(0,9)
Otros ingresos	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Margen neto	3,1	2,4	3,4	3,5	3,8	4,7	3,1	2,9

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

En primer lugar, observamos la utilidad bruta expresada como porcentaje de los ingresos, que ha mantenido una constancia en torno al 23%, aunque los costos de ventas han aumentado marginalmente en los últimos años y deteriorado levemente el margen bruto. Por otro lado, se ha observado un aumento constante del margen operativo desde 2017 hasta 2021, atribuible a la reducción de los gastos administrativos. Aunque en 2022 y 2023 se registra una disminución en el margen, esta caída debe interpretarse en el contexto macroeconómico de ese año. Se espera que esta tendencia se revierta en los próximos años.

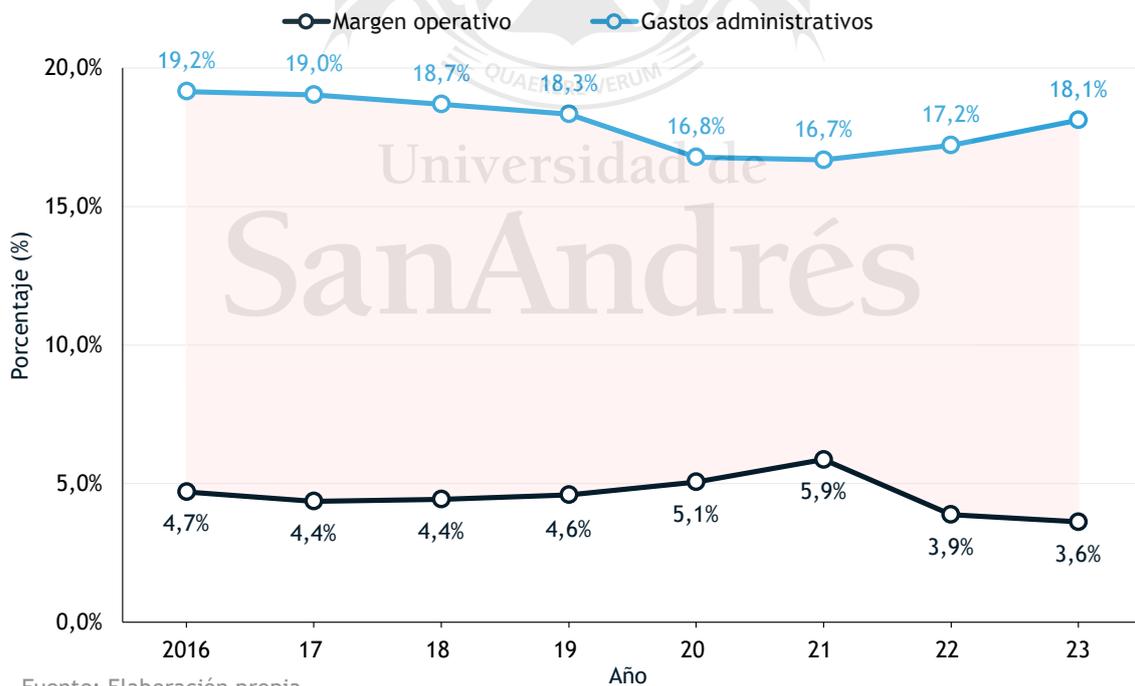
La reducción en los gastos generales y administrativos se debe a que Best Buy está llevando a cabo un programa de cierre de locales físicos, tanto a nivel nacional como internacional. Esto también afecta la variabilidad de los gastos de reestructuración y sugiere una mejora en la eficiencia operativa a pesar de las complejidades asociadas con los cambios estructurales. No obstante, la caída en facturación en los últimos dos años generó un incremento en estos gastos, aunque se encuentra a niveles inferiores a 2017.

Gráfico 12. Evolución de los márgenes (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Gráfico 13. La relación entre el margen operativo y gastos administrativos (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Tanto los gastos por intereses netos y los impuestos se han mantenido estables en relación con las ventas, proporcionando estabilidad fiscal y financiera.

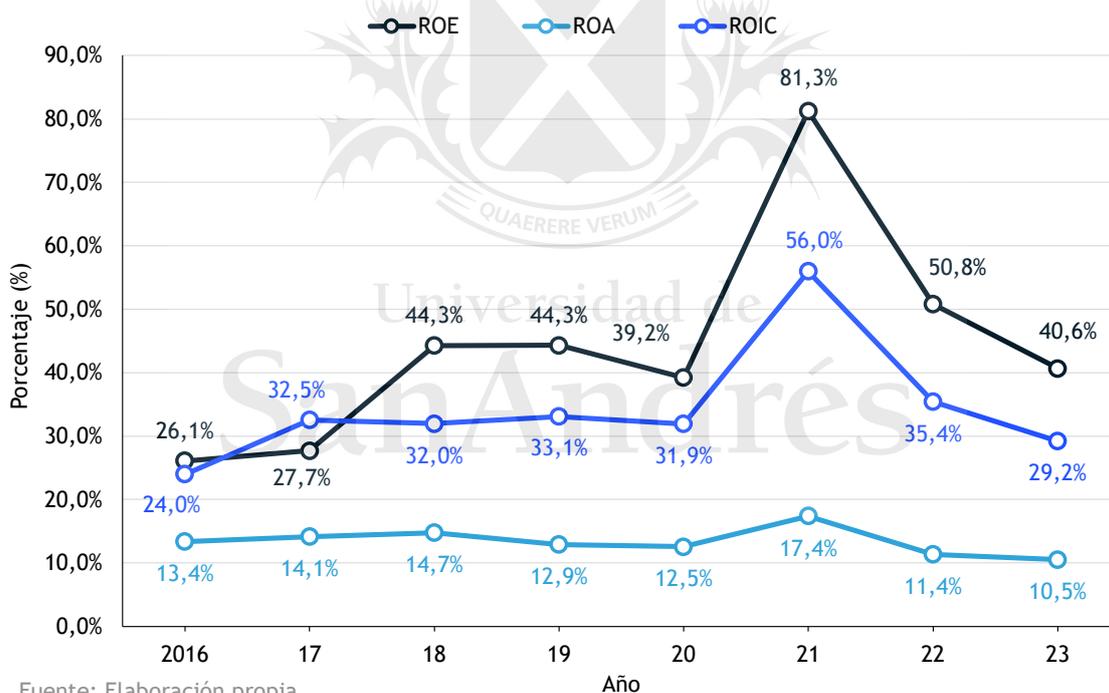
La última línea del análisis consta del margen neto, sobre el cual se observa un aumento sostenido hasta el año 2021, y una caída en el año 2022. En 2023, la disminución del margen se acentúa debido a la caída en el consumo. A pesar de esto, en términos generales, el análisis porcentual del estado de resultados refleja solidez en la contabilidad de la empresa y tendencias favorables para los años próximos.

Tabla 4. ROA, ROE y ROIC
(en porcentaje %)

Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROE	26	28	44	44	39	81	51	41
ROA	13	14	15	13	13	17	11	11
ROIC	29	33	32	32	32	56	35	29

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Gráfico 14. Evolución del ROE, ROA y ROIC (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Observamos otros tres indicadores: el retorno sobre activos, el retorno sobre el capital de los accionistas y el retorno sobre el capital invertido. Desde 2016 hasta 2021, se observó un crecimiento constante del ROE, consecuencia del aumento constante en el resultado neto, acompañado de una disminución en el patrimonio neto de Best Buy. En el año 2022 y 2023, el ROE experimentó una fuerte caída en comparación con los años anteriores debido a la disminución en el margen neto. A pesar de esta reducción, el ROE de 2023

sigue siendo similar a los años anteriores a la pandemia, aunque haya caído la ganancia neta, lo que se atribuye principalmente a la caída en el patrimonio neto de la empresa.

Por su parte, el ROA, calculado como la ganancia operativa sobre el total de activos, presenta una tendencia de crecimiento estable, alcanzando su punto máximo en 2021 y disminuyendo en 2022.

El ROIC proporciona una visión integral de la rentabilidad, considerando el capital de los accionistas y de los acreedores. El indicador experimentó cierta estabilidad hasta el año 2021, donde se disparó hasta casi duplicarse. A pesar del retroceso en 2022, se mantenía en niveles superiores a los años pre-pandemia, caso que no fue posible de sostener en el año 2023, donde el ROIC volvió a niveles inferiores a los de 2017, atribuible a la notoria caída en el flujo de caja.

6.3. Análisis de actividad

Los indicadores de actividad, los días a cobrar, los días de inventarios y días a pagar, evidencian que, a lo largo de los años, Best Buy ha sido capaz de mejorar su eficiencia operativa.

Tabla 5. Ratios de actividad (en días)

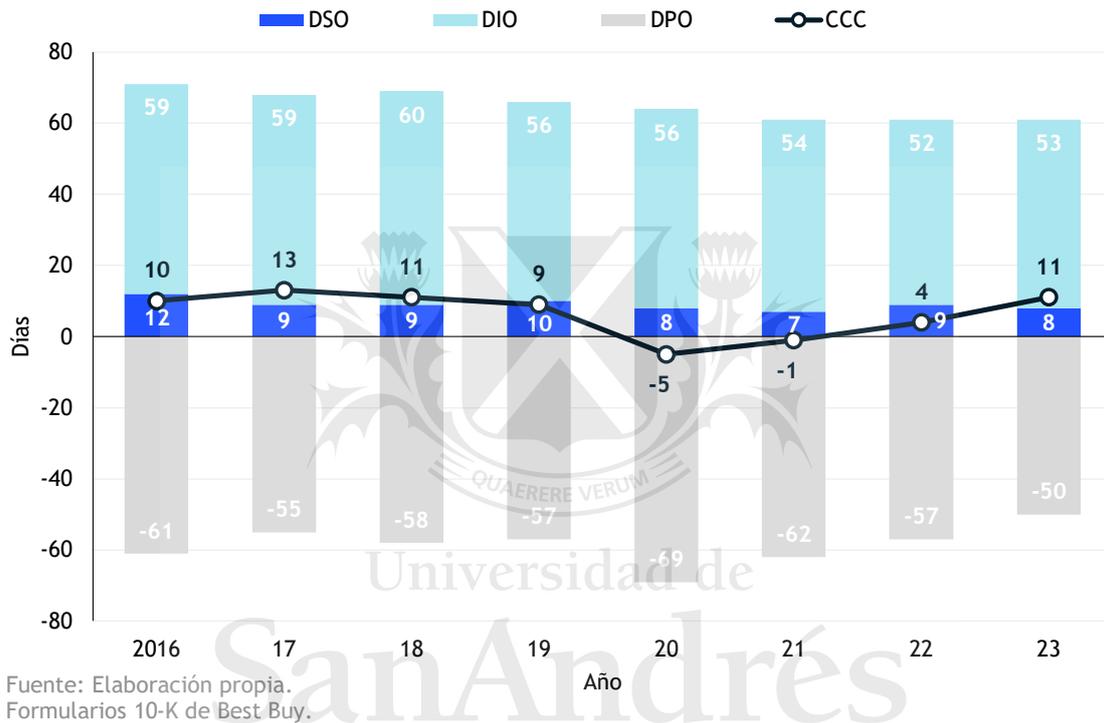
Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Días de cuentas por cobrar	12	9	9	10	8	7	9	8
Días de inventarios	59	59	60	56	56	54	52	53
Días de pagos a proveedores	61	55	58	57	69	62	57	50
Ciclo de conversión a caja	10	13	11	9	(5)	(1)	4	11

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Los días de cuentas por cobrar, a partir de 2016, comenzaron a disminuir, indicando que la empresa fue capaz de mejorar el tiempo que tarda en cobrar sus ventas. Asimismo, el ratio de rotación de inventario ha mostrado una tendencia a la baja, indicando una eficiente gestión del inventario. Esto revela que Best Buy cada vez tarda menos en rotar su mercadería, o que la mercadería se convierte con mayor rapidez en ingresos. Por último, ratio de días de cuentas a pagar muestra una tendencia al alza hasta el año 2021. Esto indica que Best Buy ha tenido una mayor capacidad de negociación con sus proveedores, logrando así prolongar el periodo de pago. Por último, el ciclo de conversión

a caja ha mejorado significativamente, en el sentido de que la cantidad de días que transcurren desde que la empresa adquiere la mercadería hasta que se cobra la venta final ocurre con mayor velocidad. Un menor ciclo de conversión a caja indica una mayor habilidad de la empresa para convertir sus operaciones en efectivo. Notamos cómo Best Buy ha logrado disminuir su ciclo de conversión a caja hasta el año 2021, haciéndose más rápido en el manejo del efectivo. Sin embargo, el año 2023, el ciclo de conversión a caja volvió a niveles superiores a los años pre-pandemia.

Gráfico 15. El ciclo de conversión a caja (2016 - 2023)



6.4. Estructura de capital y solvencia

En el presente análisis de indicadores financieros y crediticios de Best Buy, se destacan varios indicadores clave que ofrecen una visión detallada de la salud financiera y la capacidad de endeudamiento de la empresa.

Tabla 6. Estructura de capital y solvencia
(unidades según se especifique)

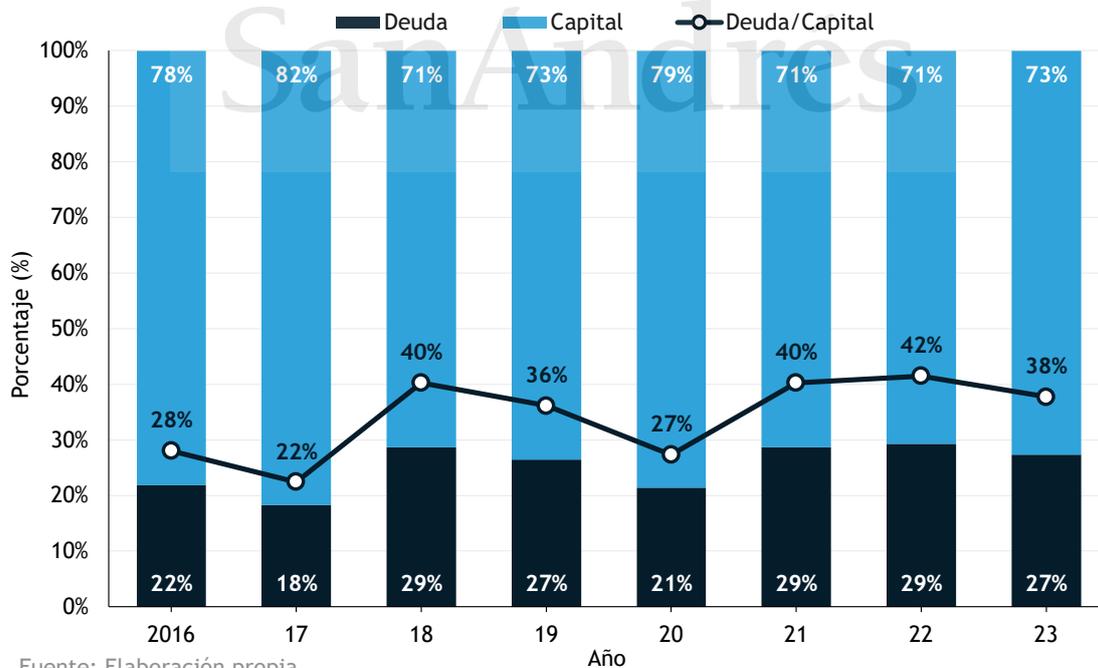
Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deuda / Capital	28,6%	22,5%	40,3%	36,1%	29,7%	40,3%	41,5%	37,7%
EBIT / Intereses	25,8x	24,6x	26,0x	31,4x	46,0x	121,6x	51,3x	30,3x
EBITDA / Intereses	34,8x	33,7x	36,6x	44,1x	62,1x	156,3x	77,5x	48,0x
Liquidez rápida	0,8x	0,6x	0,5x	0,5x	0,7x	0,4x	0,4x	0,4x

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

6.4.1 Capital y deuda

El ratio de deuda sobre capital de Best Buy ha mantenido una tendencia estable, fluctuando entre 22% y 42% durante el período analizado. La empresa tiene, en promedio, 34 centavos de deuda por cada dólar de capital propio. Esta consistencia sugiere una política de endeudamiento equilibrada, donde la empresa ha empleado la deuda de manera prudente para respaldar sus operaciones y proyectos de crecimiento. El aumento notable en el valor más alto registrado en 2022 se explica por una disminución en el patrimonio neto. A pesar de que Best Buy ha reducido su deuda a lo largo de los años, la disminución en el *equity* ha sido aún más pronunciada, lo que se refleja en el incremento de la relación de deuda sobre capital.

Gráfico 16. Estructura de capital (2016 - 2023)



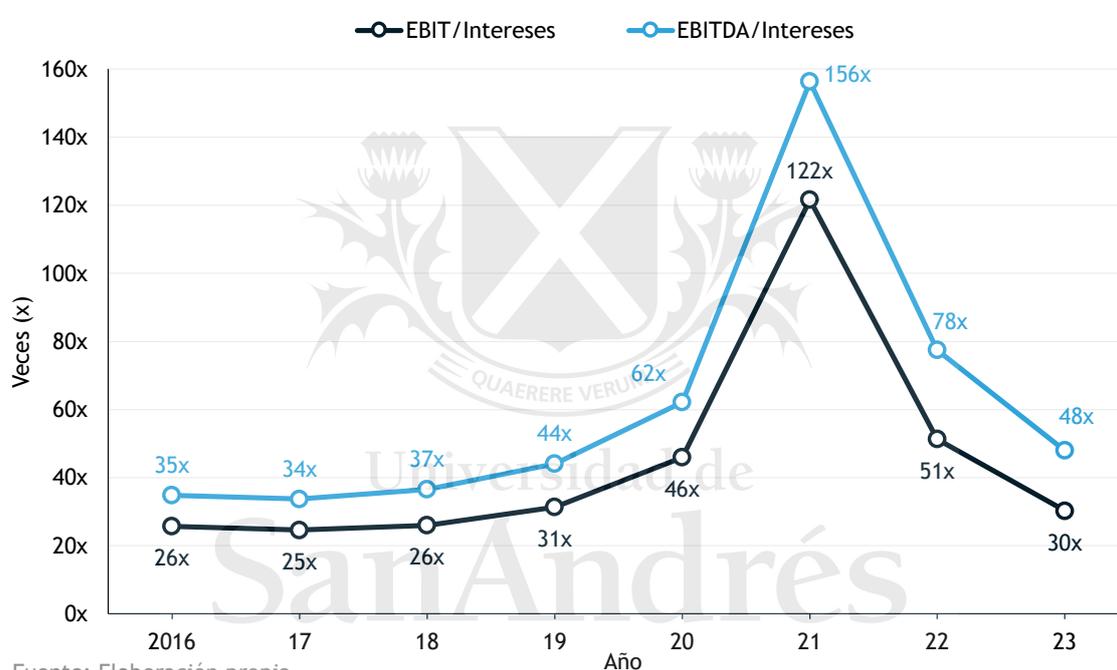
Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

6.4.2 Cobertura de intereses

La cobertura de intereses, medida por la relación entre la ganancia operativa y los intereses por deuda, ha ido aumentando consistentemente año tras año. Estos números reflejan la capacidad de Best Buy de cubrir sus costos por intereses. Para el año 2021, la empresa podía cubrir 121 veces los gastos asociados a sus obligaciones financieras.

De manera similar, la cobertura de intereses medida por la relación entre la ganancia operativa antes de amortizaciones y depreciaciones sigue la misma tendencia favorable analizada previamente.

Gráfico 17. Cobertura de intereses (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

6.4.3 Liquidez rápida

El índice de liquidez rápida, que evalúa la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones a corto plazo utilizando activos altamente líquidos, ha experimentado una disminución, alcanzando 0.4 en 2023. Aunque esta cifra sugiere una menor disponibilidad inmediata de liquidez, sigue estando dentro de un rango aceptable. Esta caída se atribuye a una mayor concentración de los activos corrientes en el inventario, característica común en empresas minoristas.

6.5. Ratios específicos de la industria

La evaluación de indicadores específicos de la industria proporciona una comprensión detallada del rendimiento de Best Buy bajo los estándares del sector de minoristas. Las métricas observadas proporcionan una mirada interna del desempeño operativo de la empresa para el período analizado.

Tabla 7. Ratios específicos de la industria
(unidades según se especifique)

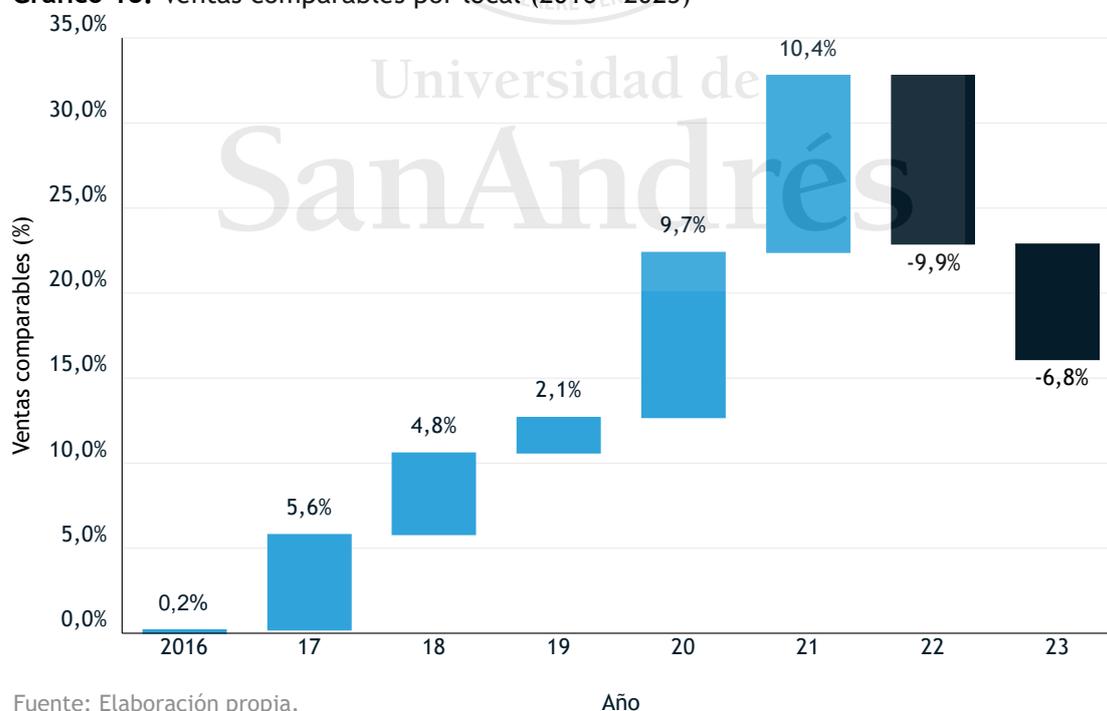
Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas comparables por local	0,2%	5,6%	4,8%	2,1%	9,7%	10,4%	-9,9%	-6,8%
Número de locales	1.581	1.514	1.238	1.231	1.159	1.144	1.138	1.125
Ventas por local	24,9m	27,8m	34,6m	35,4m	40,8m	45,2m	40,7m	38,6m

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

6.5.1 Ventas comparables por local

Las ventas comparables por local, o *same store sales*, indican el crecimiento orgánico de las tiendas (es decir, excluyendo adquisiciones), o, en otras palabras, cuánto vendió una tienda en comparación al año anterior manteniendo el resto de las variables constantes.

Gráfico 18. Ventas comparables por local (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

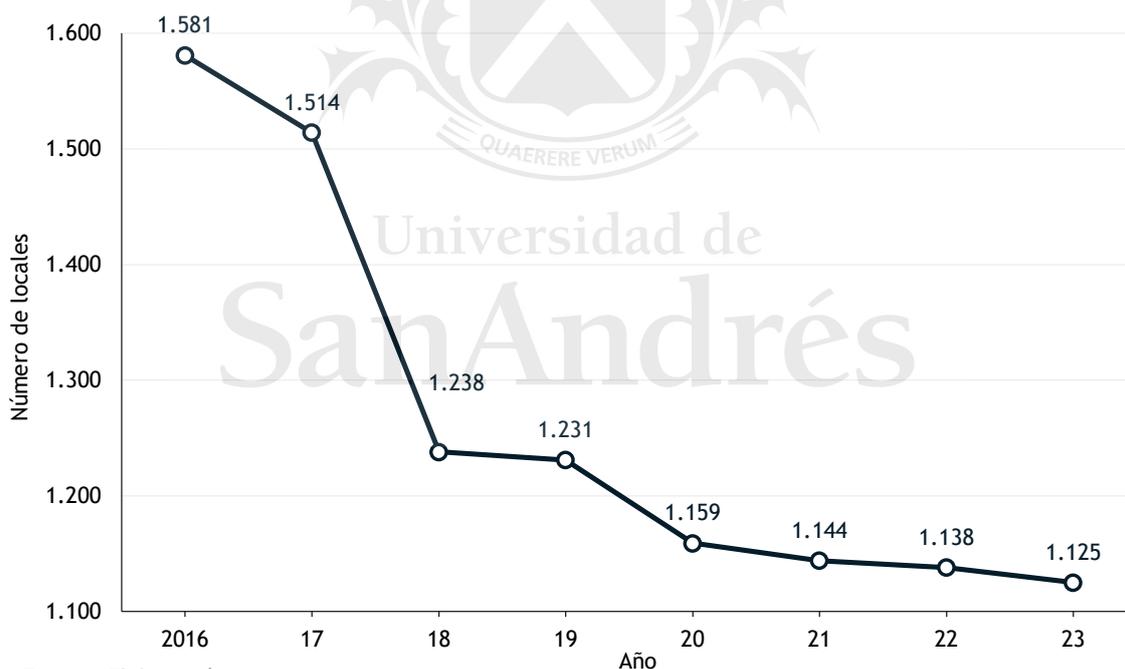
Best Buy ha experimentado variaciones notables en este aspecto, con crecimiento positivo en la mayoría de los años, excepto en 2022 y 2023, donde se observa una disminución del

9,9% y 6,8% respectivamente. Este declive está vinculado a cambios en la demanda del consumidor, y se espera que la tendencia se recupere en los años próximos.

6.5.2 Número de locales

La disminución constante en el número de tiendas de Best Buy, de 1.632 en 2015 a 1.125 en 2023, señala una estrategia de consolidación y optimización de la red de ventas. Este enfoque está vinculado a la creciente importancia del comercio electrónico y la necesidad de adaptarse a las preferencias cambiantes de los consumidores. Aunque la reducción puede generar eficiencias operativas, es crucial equilibrarla con la necesidad de una presencia física para maximizar la accesibilidad y la experiencia del cliente. Best Buy busca lograr esto optimizando sus tiendas físicas restantes para mejorar la experiencia del usuario, proporcionar un mejor servicio y adaptar la experiencia presencial a la tienda online.

Gráfico 19. Número de locales por año (2016 - 2023)



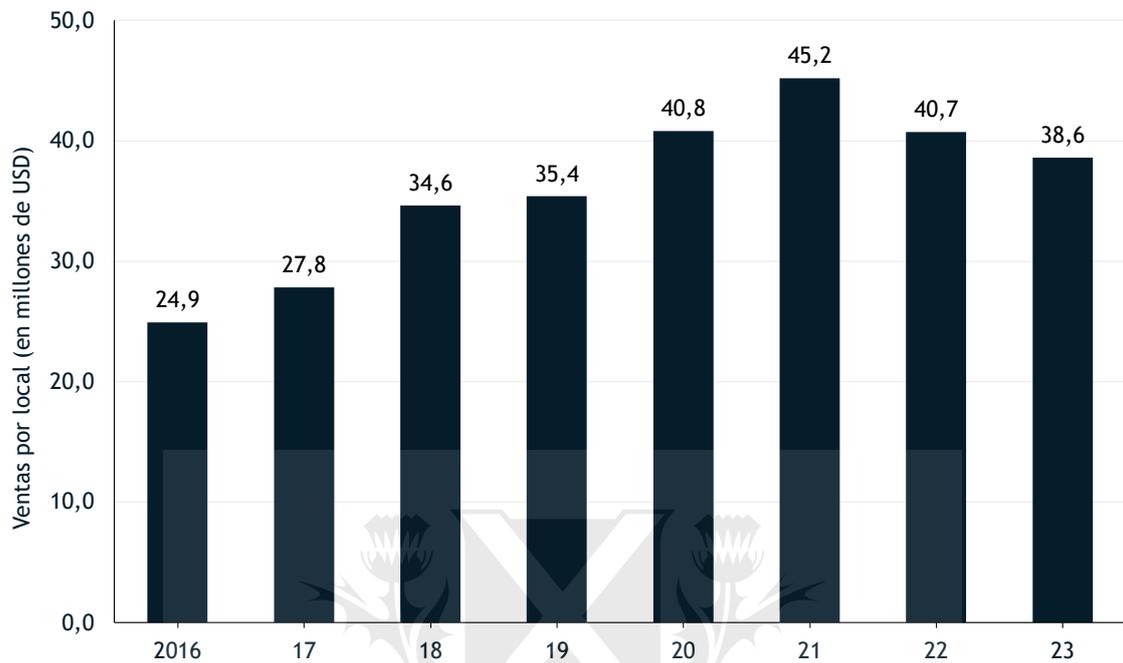
Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

6.5.3 Ventas por local

Las ventas por local aumentaron desde 2015 a 2021 de 24,2 millones a 45,2 millones. A pesar de la caída en 2022 y 2023 a 40,7 millones y 38,6 millones por local debido a las condiciones macroeconómicas, la estrategia de cierre de locales y la mejora en la

eficiencia operacional marca la continuación de la tendencia favorable para Best Buy en el futuro cercano.

Gráfico 20. Ventas por local (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

7. Flujo de fondos descontados

El método de flujo de fondos descontados (DCF) es un método de valuación que permite hallar el valor intrínseco de una empresa. Se basa en la premisa de que el valor de un activo está determinado por el valor presente de los beneficios futuros que se espera que genere. Para que el modelo funcione, se debe:

- 1) **Calcular los flujos de fondos futuros esperados.** Los flujos de fondos futuros son los beneficios que se espera que genere la empresa o activo financiero en el futuro. Para valorar la empresa, utilizamos los flujos de fondos disponibles a la firma (FCFF).
- 2) **Estimar la tasa de descuento.** Es la tasa de retorno que los inversores esperan obtener por invertir en la empresa o activo financiero, el equivalente a un costo de oportunidad. Por motivos de consistencia, si los flujos de fondos proyectados son a la firma, entonces se utilizará el costo del capital como tasa de descuento (WACC).
- 3) **Estimar el valor terminal y descontar los flujos de fondos futuros.** Una vez que se conocen los flujos de fondos futuros esperados y la tasa de descuento, se pueden descontar los flujos de fondos (FCF) futuros para calcular el valor actual de la empresa o activo financiero. Se debe estimar un valor terminal, que refleja el valor a perpetuidad de la firma. Se optó por el método de perpetuidad, donde se asume una tasa de crecimiento que determina el valor terminal de la firma.

Para una empresa que desarrolla sus actividades en una industria establecida, cuyos flujos de fondos futuros son previsibles, y se espera que no experimente un crecimiento extraordinario, el modelo de flujos de fondos descontados de una etapa que determina su valor es:

$$\text{Valor de la Firma} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\left[\frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC-g)} \right]}{(1+WACC)^n}$$

donde g es la tasa de crecimiento a perpetuidad y t es un período dado en el tiempo.

A continuación, presentaremos el procedimiento y supuestos realizados para la estimación del valor de la firma.

7.1. Estimación de flujos de fondos a la firma

Debemos obtener una medida financiera de los flujos de fondos disponibles a accionistas y acreedores, luego de cumplir con las obligaciones fiscales. La fórmula utilizada para obtener dichos flujos es la siguiente:

$$FCFF = EBIT \times (1 - t) + D\&A - CapEx - \Delta WC$$

Se parte de la ganancia operativa, o *EBIT*, después de impuestos, ya que esos flujos corresponden al fisco. Se suman amortizaciones y depreciaciones, *D&A*, ya que representan un gasto no erogable y no implica una salida real de dinero. Se resta la inversión en capital de mantenimiento, o *CapEx* (*Capital Expenditures*) y la inversión en capital de trabajo, ΔWC (*Working Capital*). Para obtener los flujos de fondos, es necesario proyectar la ganancia operativa, lo que requiere implícitamente estimar el crecimiento en las ventas, la estructura de costos y la estructura impositiva. A su vez, es necesario estimar las depreciaciones y amortizaciones, la inversión en capital de mantenimiento y la inversión en el capital de trabajo necesario para cubrir las operaciones de la empresa.

7.1.1 Ingresos

Para la estimación de los ingresos futuros de la empresa, se realizó un análisis *top-down*. Esto significa que partimos de datos macroeconómicos y derivamos en las proyecciones a nivel microeconómico. Como datos macro, tomamos, en primer lugar, la proyección de crecimiento del PBI estadounidense, principal mercado en el que opera Best Buy. Luego, se tuvo en cuenta la proyección de crecimiento de la industria y su ciclicidad.

La industria de electrónica de consumo experimentó un crecimiento notorio durante los años 2020 y 2021, impulsado por la pandemia. Durante este periodo, aumentó drásticamente la demanda de equipos de computación y equipos móviles, ya que surgió una nueva tendencia; el trabajo remoto. Cabe destacar, que estos dos años coincidieron con el periodo de recambio generacional dentro de la industria de *consumer electronics*.

Una vez terminó este fenómeno y comenzó la vuelta al trabajo presencial, la demanda por estos productos se vio afectada. Esta caída en la demanda, acompañada de un aumento en la inflación debido al manejo desmedido de la política monetaria que resultó en un ajuste en las tasas de interés, resultó en una caída en ventas dentro del sector.

Tomando este contexto en cuenta, podemos comenzar con las proyecciones de ingresos de la compañía. Es de vital importancia comprender que la industria de electrónica de consumo tiene una ciclicidad muy marcada. Este fenómeno se da por dos motivos. En primer lugar, el recambio generacional de los artefactos electrónicos. Según los gerentes de Best Buy, el recambio generacional solía ser cada 5 a 7 años. Tras la pandemia, el recambio generacional se aceleró y hoy se realiza dentro de los 3 a 5 años. En segundo lugar, y de manera lógica, el consumo dentro de la industria de *consumer electronics* es totalmente dependiente del producto bruto interno de los Estados Unidos. Recordemos que los años 2022 y 2023 se caracterizaron por una desaceleración en el consumo.

Para el 2024, la empresa plantea un caso pesimista y un caso optimista. En cuanto al primero, la compañía espera que la facturación descienda a \$41,3 mil millones, lo que implica una caída del 5% con respecto al año 2023. En el escenario optimista, espera ventas de \$42,6 mil millones, siendo una caída del 2%. Para el año 2025, Best Buy prevé una recuperación del consumo en electrónica con respecto a la caída en el año 2024, acompañado del recambio generacional de los productos de electrónica. Además, la empresa es optimista con respecto a la recuperación de los ingresos y pretende alcanzar los niveles previos al desencadenamiento de la pandemia para el año 2026.

Esta recuperación vendría acompañada por el desarrollo de la industria de electrónica de consumo, cuyo crecimiento compuesto anual de 2024 a 2028 se espera que ronde un 1,54%. Esto, junto al crecimiento de la economía americana, sería un impulso para la compañía. El PBI de los Estados Unidos se proyecta que crecerá a un ritmo de un 3,98% anual de 2024 a 2028.

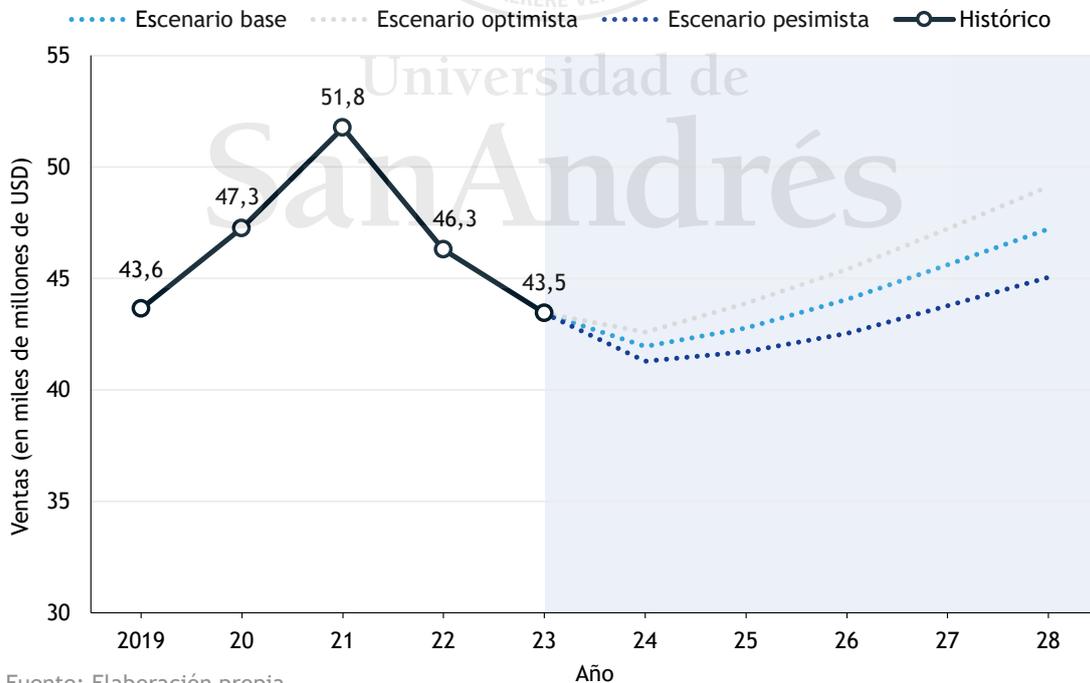
Una vez analizado el contexto macroeconómico, pasamos a analizar los proyectos de la propia empresa. Best Buy ha anunciado un plan de reestructuración de locales a nivel doméstico (Estados Unidos) e internacional (Canadá), y la compañía pretende cerrar entre 10 y 30 locales físicos por año, hasta que la gerencia considere que debe finalizarse dicho

programa. El objetivo es reducir costos drásticamente y equilibrar la demanda que recibe en línea de los consumidores. La compañía también pretende migrar a un esquema de ventas híbrido, en donde, tanto la experiencia física como en línea, se encuentren integradas y mejoren la experiencia del consumidor.

A pesar del cierre de locales físicos, las ventas digitales tendrán cada vez mayor peso, tal como se proyecta para los Estados Unidos, donde 1 de cada 2 ventas serán realizadas por un medio en línea en 2024. Además, se proyecta que el crecimiento compuesto anual de las ventas por tiendas digitales crezca a un ritmo del 9% de 2024 a 2029.

Por otro lado, Best Buy se encuentra invirtiendo fuertemente en los servicios de la empresa. El programa de membresías ha adquirido más de 6,6 millones de miembros y se espera que continúe creciendo, aumentando la lealtad del consumidor, y por lo tanto, los ingresos. Además, las incursiones en el mundo de los servicios que integran salud y tecnología, con *Best Buy Health* como herramienta principal de negocios, están abriendo oportunidades en un nuevo mercado que promete ser extremadamente rentable.

Gráfico 21. Ingresos históricos y proyectados (2019 - 2028)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy y proyecciones.

Basándonos en la evolución histórica y las expectativas mencionadas, hemos determinado tres posibles escenarios para el crecimiento en ventas de Best Buy. Para el año 2024, tuvimos en cuenta las expectativas planteadas por la gerencia de Best Buy, donde en los

escenarios pesimista, base y optimistas se proyecta una disminución del 5%, 3,5% y 2% nominal, respectivamente.

Para el año 2025, proyectamos un crecimiento nominal gradual, acompañado por el recambio generacional. Planteamos un escenario pesimista donde las ventas crecerán en un 1%, un escenario base donde crecerán un 2% y un escenario optimista donde crecerán un 3%. Para el año 2026, proyectamos un crecimiento del 2%, 3% y 3,5%, respectivamente. Cabe destacar que solo habrá un crecimiento real en el escenario base en 2026 y en el optimista en 2025 y 2026; manteniéndonos en línea con la tasa de inflación histórica anual del 2,6%. Sin embargo, es importante mencionar que la inflación objetivo de la Reserva Federal es del 2%.

De 2027 en adelante, las proyecciones se estabilizarán en un escenario pesimista con crecimiento del 2,6%, un escenario base con crecimiento del 3,5% y una proyección optimista con un crecimiento del 4%.

Tabla 8. Proyecciones de crecimiento en ventas
(en porcentaje %)

Año	2024	2025	2026	2027	2028
Escenario base	(3,5)	2,0	3,0	3,5	3,5
Escenario optimista	(2,0)	3,0	3,5	4,0	4,0
Escenario pesimista	(5,0)	1,0	2,0	2,6	2,6

(en miles de millones de USD)

Escenario base	42,0	42,8	44,1	45,6	47,2
Escenario optimista	42,6	43,9	45,4	47,2	49,1
Escenario pesimista	41,3	41,7	42,5	43,7	44,8

Fuente: Elaboración propia.
Proyecciones.

En el escenario base, las proyecciones indican un crecimiento compuesto anual del 3% durante los próximos cinco años, desde 2024 hasta 2028. Este crecimiento refleja una estimación conservadora basada en las tendencias actuales del mercado. Si tomamos desde el último año dato, que sería el 2023, el CAGR del caso base es del 1,67%.

Por otro lado, en un escenario pesimista de 2024 a 2028, se prevé un crecimiento anual compuesto más moderado del 2,1%. De 2023 a 2028, este crecimiento es del 0,61%. Esta

proyección toma en consideración posibles desafíos, tales como que la empresa no se haya podido adaptar al cambio tecnológico y sus implementaciones de inteligencia artificial no dieran resultados. También puede suceder que la reestructuración de la empresa no sea efectiva y los consumidores prefieran los locales físicos; contrario a la tendencia de la empresa de reducir su número de presencias.

En contraste, en un escenario optimista, en el primer caso se anticipa un crecimiento anual compuesto más robusto, alcanzando el 3,6%. En el segundo caso, es del 2,48%. Esta perspectiva optimista se fundamenta en la posibilidad de que ocurran eventos o tendencias favorables que impulsen el crecimiento económico y aumenten la demanda del mercado en los próximos años. El recambio generacional, acompañado de la reestructuración y la mejora en la experiencia del usuario da los frutos esperados. Progresivamente, el crecimiento en ventas de la empresa volverá a equipararse con el crecimiento económico del mercado.

7.1.2 Costo de ventas

El costo de mercadería vendida como porcentaje de las ventas de Best Buy ha mantenido una relativa estabilidad en su evolución histórica. Para proyectar el costo de mercadería vendida, hemos decidido tomar como objetivo el promedio del porcentaje del costo de mercadería vendida con respecto a la facturación total de la empresa durante los últimos 5 años, el cual asciende al 77,7%. En el año 2024, el costo de ventas cae 10 puntos básicos con respecto al costo de ventas del año 2023, de 77,9% a 77,8%, y el mismo escenario se proyecta para 2025, de 77,8% a 77,7%. Para los años posteriores se mantiene el porcentaje en el mismo orden. El motivo de la caída en el costo de ventas es que la gerencia de la empresa estima mejorar entre 10 a 30 puntos básicos en los años por venir el margen bruto de la empresa.

7.1.3 Gastos de venta, generales y administrativos

El SG&A incluye los gastos generales de operación de una empresa. Dentro de estos costos se encuentran, entre otras cosas, los sueldos de los asociados, subsidios de proveedores, costos de publicidad y fluctuaciones en el tipo de cambio de monedas extranjeras.

Tabla 9. Gastos de venta, generales y administrativos

(en porcentaje %)

Año	2024	2025	2026	2027	2028
Escenario base	16,1	16,2	16,2	16,2	16,2
Escenario optimista	16,0	15,9	15,8	15,7	15,6
Escenario pesimista	16,2	16,2	16,3	16,3	16,4

Fuente: Elaboración propia.
Proyecciones.

Como los gastos administrativos están íntegramente asociados al número de tiendas, se estimó que Best Buy cerrará, en promedio, 20 locales al año hasta 2033. Como caso base, consideramos que la empresa mantendrá gastos generales y administrativos estables a lo largo de la proyección, situándose en un 16,2% con respecto a las ventas. En este caso, los márgenes operativos de la empresa aumentan porque se espera un crecimiento en las ventas después de 2025. Como caso optimista, se plantea el escenario en donde la reducción de locales disminuye en paralelo a los gastos administrativos. Para calcular esta reducción, supusimos que los gastos disminuyen en un 0,1% anual hasta estabilizarse en 15,6%. Esto conducirá a un aumento gradual de los márgenes operativos de la empresa. Por último, como caso pesimista, suponemos que Best Buy experimentará un incremento en sus gastos generales. Esto implica que el recorte de personal y el cierre de locales no generaron el efecto deseado, y se refleja en un aumento del 0,1% anual en la proporción de los gastos generales y administrativos con relación a las ventas. Este aumento hasta llegar a niveles similares a 2019. En este caso, los márgenes operativos de Best Buy aumentan de manera mucho más suavizada. Esto se debe únicamente a la pequeña caída en los costos por ventas y costos de reestructuración.

7.1.4 Costos de reestructuración

Los cargos por reestructuración forman parte de la iniciativa de Best Buy en la eliminación de tiendas y optimizar la distribución de recursos con el objetivo de eficientizar la atención al cliente. Como declara Best Buy en su *conference call* del último trimestre, no se planea mantener este nivel de costos de reestructuración hacia el futuro. Estos costos abarcan principalmente los beneficios de terminación a los empleados, es decir, indemnizaciones. Es por esto que planteamos estos costos como expensas fijas que se reducirán a lo largo de los próximos tres años; \$150 millones, \$130 millones y \$50

millones, respectivamente, representando un 0,4%, 0,3% y un 0,1% de las ventas. Estos serán cercanos a nulo en los años posteriores.

7.1.5 Impuestos

La tasa impositiva efectiva que se aplica sobre la ganancia operativa de la empresa en los tres escenarios es del 22%, que se aproxima al promedio histórico de los últimos 5 años que se aproxima más a la realidad actual de Best Buy.

7.1.6 Inversión en capital de mantenimiento

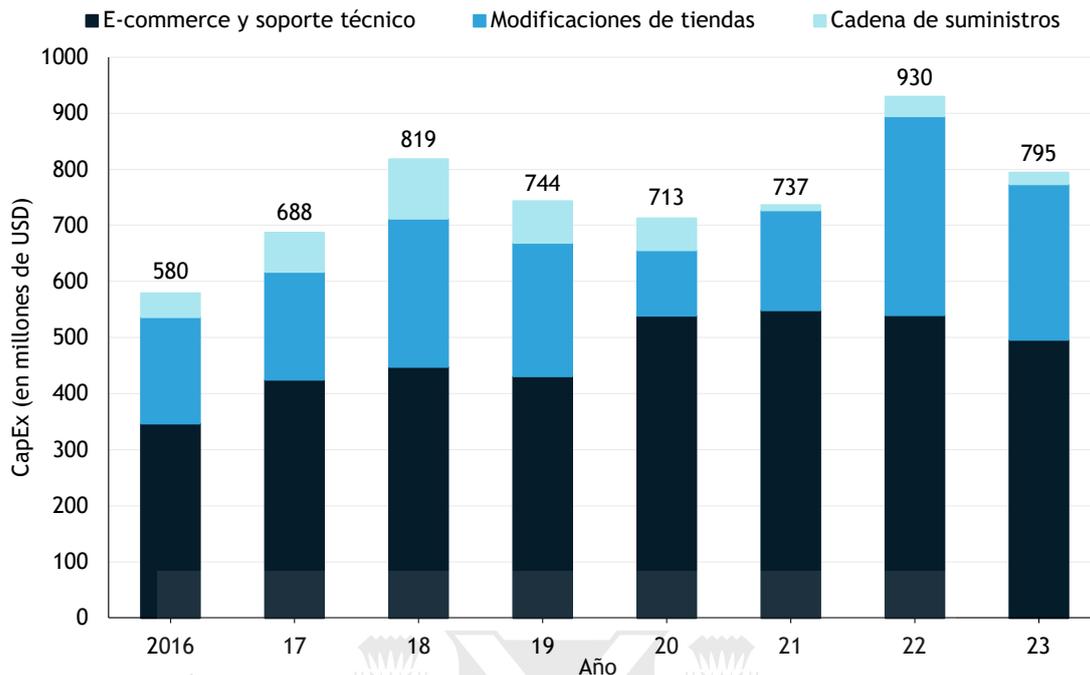
La inversión en capital de mantenimiento de Best Buy ha mostrado una tendencia creciente en los últimos 8 años. Este aumento se concentra principalmente en la inversión en e-commerce, en línea con la estrategia de la empresa de priorizar lo digital para satisfacer las demandas cambiantes del mercado. Además, los gastos en remodelación de locales y cadena de suministros han mostrado una variabilidad a lo largo de los años.

Tabla 10. Capital de mantenimiento histórico segregado (unidades en millones de USD)

Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
E-commerce y soporte técnico	347	425	448	431	539	549	540	496
Modificaciones de tiendas	190	192	264	238	117	178	355	278
Cadena de suministros	43	71	107	75	57	10	35	21
Total	580	688	819	744	713	737	930	795

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Gráfico 22. Capital de mantenimiento histórico segregado (2016 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Proyectando hacia el futuro, se espera que la inversión en capital de mantenimiento se mantenga estable en 2024 y 2025 debido a la proyección de ventas más bajas, pero se prevé un crecimiento leve en los años posteriores, especialmente impulsado por la inversión en e-commerce y servicios técnicos, terminando en una estabilización alrededor de los \$800 millones para el año 2028.

Tabla 11. Capital de mantenimiento proyectado
(unidades en millones de USD)

Año	2024	2025	2026	2027	2028
CapEx	775	775	785	795	800

Fuente: Elaboración propia.
Proyecciones.

7.1.7 Depreciaciones y amortizaciones

Como referencia, tomamos la relación histórica entre la propiedad, planta y equipo con respecto a las depreciaciones reportadas el periodo siguiente. El promedio histórico de las depreciaciones y amortizaciones sobre PP&E ronda el 10,9%. Para proyectar de manera consistente, determinamos que el nivel de depreciaciones sobre propiedad, planta y equipo van a tender gradualmente al promedio histórico, siendo estas en el año 2024 de un 12%, en 2025 de un 11% y, en 2026, 2027 y 2028 de un 10,9%.

Tabla 12. Esquema de PP&E
(unidades en millones de USD)

Año	2024	2025	2026	2027	2028
PP&E inicial	7.076	7.002	7.007	7.028	7.057
(+) CapEx:	775	775	785	795	800
(-) Depreciaciones y amortizaciones:	(849)	(770)	(764)	(766)	(769)
PP&E final:	7.002	7.007	7.028	7.057	7.088

Fuente: Elaboración propia.
Proyecciones.

Para completar la proyección, modelamos el esquema de propiedades, planta y equipo, considerando las inversiones en capital de mantenimiento y las depreciaciones y amortizaciones para obtener la PP&E final de manera aproximada de cada periodo proyectado.

7.1.8 Inversión en capital de trabajo

Las cuentas que componen el capital de trabajo de Best Buy son, por el lado del activo corriente, las cuentas por cobrar, los inventarios y los adelantos a proveedores. Por el lado del pasivo corriente, se incluyen los pagos a proveedores, canjes de tarjetas, ventas diferidas, compensaciones y pasivos devengados. La proyección se divide en dos partes: una parte aborda la proyección de las cuentas del activo y pasivo corriente que son vitales para el ciclo de conversión a efectivo, mientras que la otra parte se enfoca en las cuentas del activo y pasivo corriente que surgen del devengamiento en el curso normal de las operaciones de la empresa.

Las cuentas por cobrar se proyectan teniendo en cuenta la cantidad de días de cobro (en base anual):

$$Days\ Sales\ Outstanding = \frac{Accounts\ Receivable_t}{Revenue_t} \times 365$$

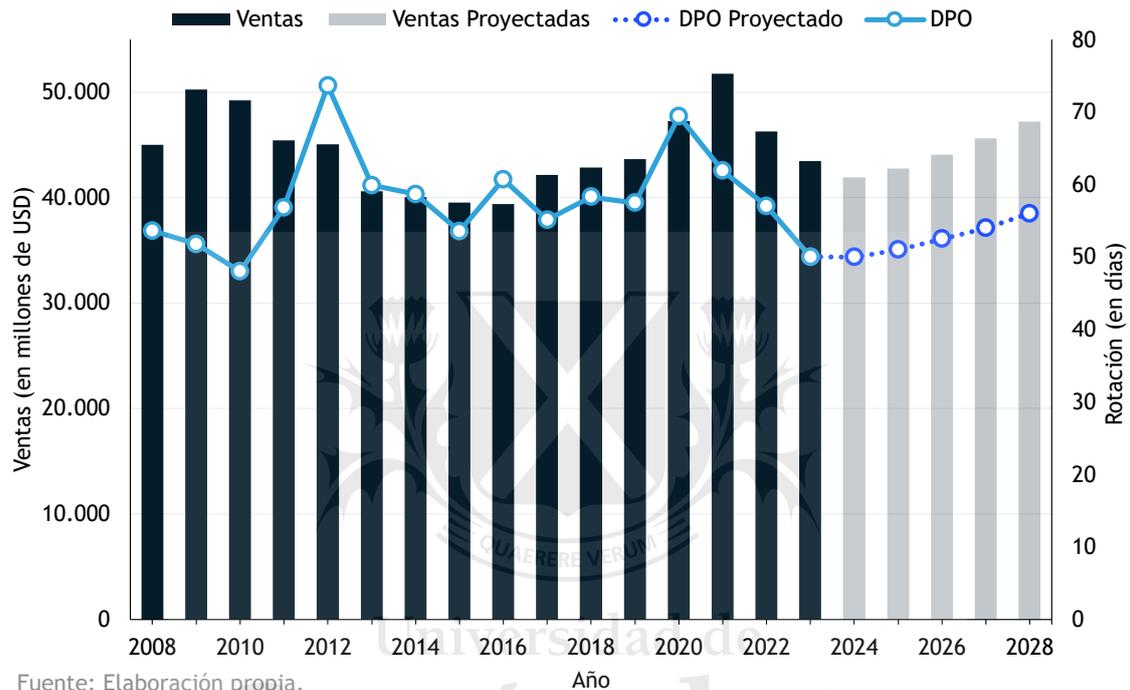
La proyección de inventarios y cuentas a pagar se realiza de una forma similar, teniendo en cuenta que el denominador es el costo de ventas y no las ventas:

$$Days\ Inventory\ Outstanding = \frac{Inventory_t}{COGS_t} \times 365$$

$$\text{Days Payable Outstanding} = \frac{\text{Accounts Payable}_t}{\text{COGS}_t} \times 365$$

Comenzamos con los días de cuentas por cobrar y los días de inventario. Estos se mantendrán estables a lo largo de los años respetando el promedio de 8 y 54 días, respectivamente, de los últimos 5 años.

Gráfico 23. Ciclicidad y proyección del DPO (2008 - 2028)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy y proyecciones.

Continuamos con la proyección de los días de pagos a proveedores. En el año 2023, este número bajó considerablemente en comparación a los niveles de pandemia. El promedio se mantuvo en los últimos 5 años en 59 días. No obstante, gráficamente se observa que el ratio de días de pagos a proveedores sigue una ciclicidad similar a la de la industria. A medida que aumenta el nivel de facturación, también lo hacen los costos de ventas, y también permite negociar mejores plazos de pago. Esto se refleja mejor en los últimos 10 años, y, exceptuando el año 2012 en donde Best Buy desinvierte del continente europeo y asiático, la tendencia se mantiene para los últimos 15 años analizados. En base la ciclicidad de la industria, proyectamos que los días de pago a proveedores comenzarán a aumentar nuevamente, pudiendo beneficiarse la empresa de un mayor plazo de pago.

Adelantos a proveedores, tarjetas de regalo a canjear, ventas diferidas, compensaciones y pasivos devengados se proyectan como el promedio sobre las ventas de los últimos 5 años.

Tabla 13. Proyecciones de capital de trabajo
(unidades según se especifique)

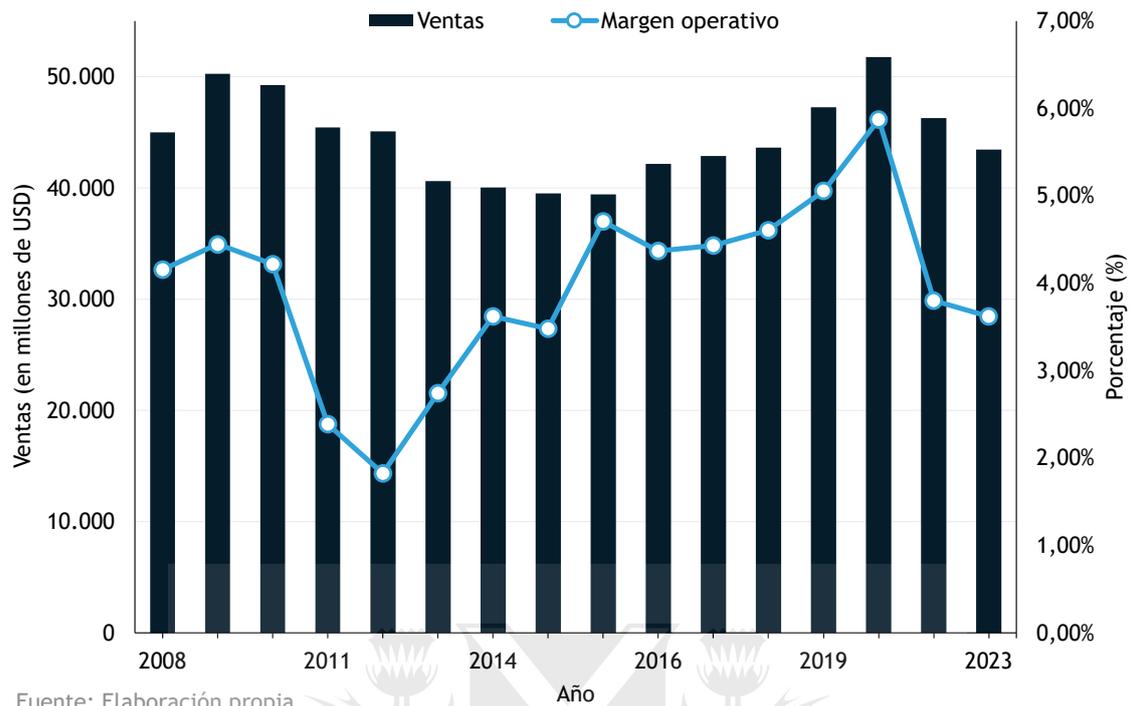
Año	2024	2025	2026	2027	2028
Activos corrientes					
Días de cuentas por cobrar	8	8	8	8	8
Días de inventarios	54	54	54	54	54
Adelantos a proveedores y otros (% Ventas)	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Pasivos corrientes					
Días de pagos a proveedores	50	51	53	54	56
Tarjetas de regalo a canjear (% Ventas)	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Ventas diferidas (% Ventas)	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
Compensaciones devengadas y otros (% Ventas)	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Pasivos devengados (% Ventas)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fuente: Elaboración propia.
Proyecciones.

7.1.9 Consistencia de las proyecciones

Resulta pertinente llevar a cabo un control de calidad sobre las proyecciones hechas. En particular, cuando se realiza un modelo de flujos de fondos descontados, es importante evaluar la consistencia en los márgenes proyectados. Para una proyección de una empresa estable, como es el caso de Best Buy, se debe observar estabilidad para los años estimados en el margen bruto y, especialmente, en el margen operativo. Además, consideramos el crecimiento en los flujos de fondos para confirmar que sean congruentes con la estabilidad de los márgenes.

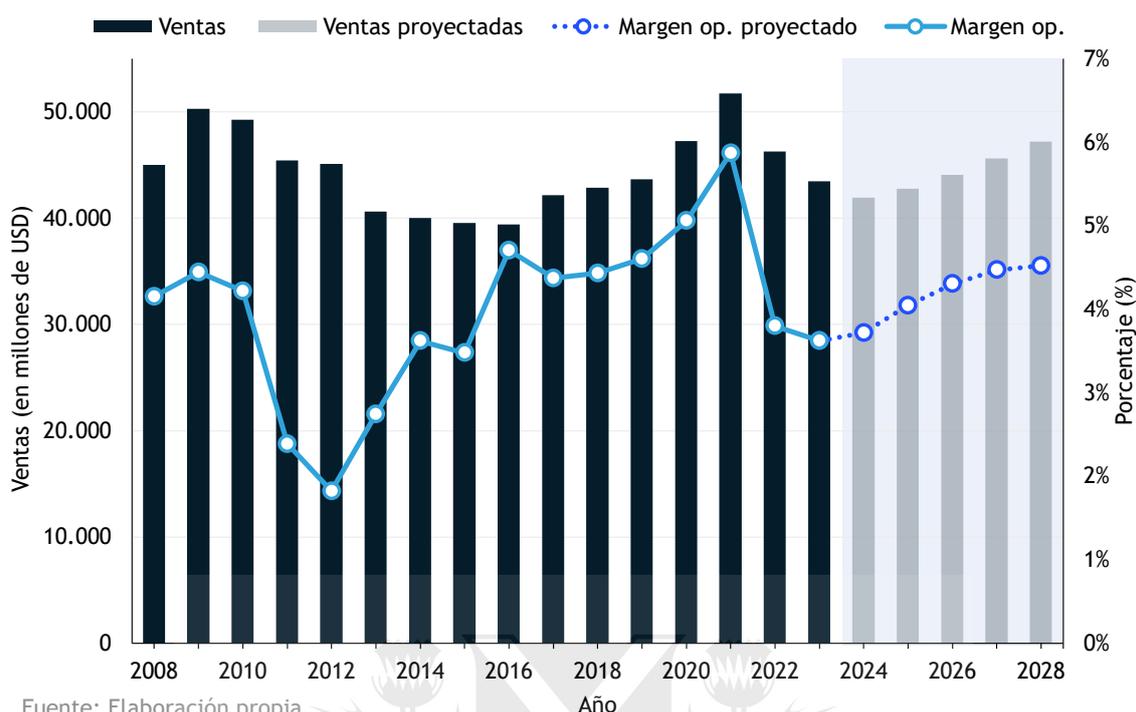
Gráfico 24. Ciclicidad de las ventas y márgenes (2008 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

La ciclicidad de la industria de *consumer electronics* es evidente y un factor que fue considerado al realizar la valuación. Efectivamente, en el auge del ciclo, las ventas alcanzan altos niveles de facturación y también ocurre con los márgenes de la operación. Por el contrario, en los periodos recesivos del ciclo, las ventas caen considerablemente y también lo hacen los márgenes. Hemos justificado los motivos por los cuales consideramos que la empresa se encuentra transitando el final de la caída en la demanda, y el ciclo comienza un período de tendencia al alza. De la misma manera proyectamos una recomposición de los márgenes, que aseguran la consistencia con los sucesos históricos y con la proyección de los ingresos de la empresa.

Gráfico 25. Ciclicidad en la proyección y recompósición de márgenes (2008 - 2028)



Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy y proyecciones.

Por otro lado, en la tabla inferior se exhibe, en primer lugar, el margen bruto, el cual aumenta 20 puntos básicos y se mantiene estable en 22,3% para los tres escenarios proyectados.

En segundo lugar, se muestra el margen operativo. Para el escenario base, el margen aumenta los primeros tres años de proyección, y se estabiliza en los últimos dos años en 4,5%, similar al margen bruto promedio de Best Buy en los últimos años. En el escenario optimista, el margen incrementa todos los años, pero de manera marginal en el último año, alrededor del 5,1%, resultando levemente superior al promedio histórico, aunque menor al margen operativo en los años de pandemia. En el escenario pesimista, el margen incrementa los primeros años, y se estabiliza en 4,2%, levemente por debajo del promedio histórico. Por lo tanto, el margen operativo no es solo consistente en términos de estabilidad, sino que también es congruente con las expectativas del crecimiento en la demanda por productos y servicios de electrónica.

En último lugar, se observa la variación de los flujos de fondos disponibles a la firma. Para el escenario base, el crecimiento es considerable los primeros dos años, aunque muy por debajo del crecimiento experimentado durante la pandemia (para los años 2020 y 2021). Los flujos de fondos se estabilizan en un crecimiento de un dígito del 7,9% para

el año 2028. Para el escenario optimista, se experimenta crecimiento de dos dígitos todos los años, pero decrece considerablemente para el último año de proyección. El escenario pesimista es similar al escenario base, aunque el crecimiento en los flujos de fondos es menor y para el último año resulta del 5,0%.

Las proyecciones realizadas son estables y consistentes para los tres escenarios planteados, y reflejan con objetividad financiera las posibilidades de crecimiento que se espera para Best Buy.

Tabla 14. Evaluación de márgenes y consistencia

(en porcentaje %)

Año	2024	2025	2026	2027	2028
Margen bruto:					
Escenario base	22,2	22,3	22,3	22,3	22,3
Escenario optimista	22,2	22,3	22,3	22,3	22,3
Escenario pesimista	22,2	22,3	22,3	22,3	22,3
Margen operativo:					
Escenario base	3,7	4,0	4,2	4,5	4,5
Escenario optimista	3,9	4,3	4,7	5,0	5,1
Escenario pesimista	3,6	3,9	4,1	4,3	4,2
FCFF:					
Escenario base	46,1	22,5	12,0	10,2	7,7
Escenario optimista	55,6	27,0	14,0	12,4	9,9
Escenario pesimista	36,7	23,9	8,3	10,0	4,8

Fuente: Elaboración propia.
Proyecciones.

7.2. Tasa de descuento

Para determinar la tasa de descuento utilizamos el *weighted average cost of capital* (WACC), también conocido como el costo promedio ponderado del capital. Esta tasa tiene en cuenta la totalidad de la estructura financiera, considerando tanto la deuda como el capital, además de incorporar los beneficios fiscales asociados con la deuda:

$$WACC = \frac{E}{EV} \times \text{Cost of Equity} + (1 - t) \times \frac{D}{EV} \times \text{Cost of Debt}$$

Donde E es el capital, D es la deuda financiera, EV es el valor de la firma, t es la tasa de impuestos, y que, en conjunto, ponderan el costo del *equity* y el costo de la deuda para conformar el costo ponderado del capital.

7.2.1 Costo de la deuda

Como costo de la deuda utilizamos el rendimiento de la emisión más reciente de Best Buy, tal que:

$$K_d = YTM\%$$

La emisión más reciente de Best Buy, a la fecha de la valuación, tiene una *yield to maturity* del 4,95%, y es la tasa que se utiliza para calcular el costo de la deuda antes de impuestos.

7.2.2 Capitalización de mercado, deuda y estructura de capital

A la fecha de la valuación, la capitalización bursátil de Best Buy era el equivalente a \$16.538 millones de dólares.

Para calcular el valor de la deuda, se consultó el informe más reciente de Best Buy. La empresa emitió bonos, denominados *Notes 2028* y *Notes 2030*, de los cuales había 500 y 650 millones de principal en circulación, respectivamente. Dividiendo estas cantidades por los precios de emisión y multiplicándolas por el precio de mercado en la fecha de valuación obtenemos el valor presente de los bonos, de \$1.031 millones de dólares.

Por último, obtenemos las proporciones con las que se financia la empresa, dividiendo la deuda y el capital accionista por la suma de ambos, un 5,9% y 94,1% respectivamente. Best Buy no cuenta con otros grupos de inversores aportantes de capital, como podrían serlo los accionistas preferidos, entre otros más comunes.

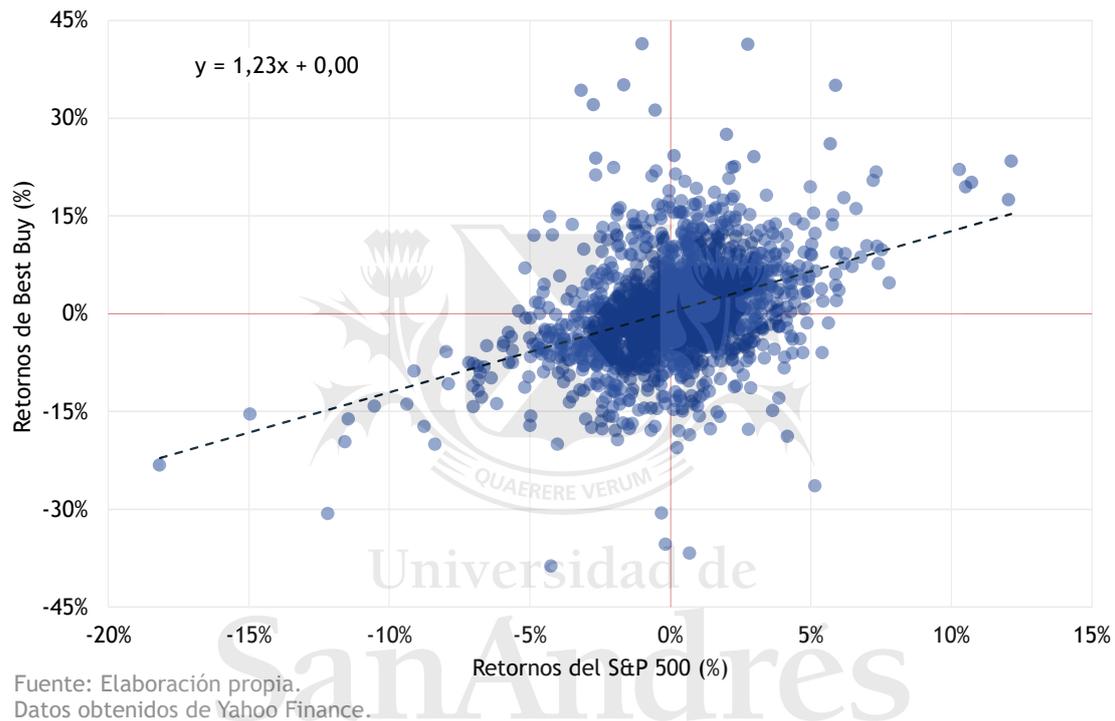
7.2.3 Costo del capital

El costo del capital se calcula haciendo uso del *capital asset pricing model* (CAPM):

$$K_e = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

Como tasa libre de riesgo optamos por bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años. El rendimiento a la fecha de valuación era del 4,28%. Como prima de riesgo se tomó la diferencia entre el rendimiento anual compuesto del mercado, desde 1928 al año 2022, de 9,8%, y la tasa libre de riesgo elegida, lo que equivale a un *spread* de 5,53%. Por último, el beta fue estimado por regresión lineal. Se regresaron retornos históricos contra el índice S&P 500, desde 1987 hasta 2024 con frecuencia mensual, y el resultado fue un coeficiente de pendiente igual a 1,23.

Gráfico 26. Beta de Best Buy por regresión lineal (1987 - 2023)



Consideramos que es un número apropiado, debido al tipo de negocio (la discrecionalidad de los productos y servicios, los precios), debido al apalancamiento operacional (altos costos de mercadería) y al apalancamiento financiero. Además, se verificó el resultado de la regresión de dos maneras. La primera verificación se realizó mediante el cálculo de un *rolling beta*, con frecuencia mensual y a 5 años. El resultado arroja una media para los últimos años ubicada en 1,13.

Gráfico 27. Rolling beta de Best Buy (1990 - 2023)



Fuente: Elaboración propia.
Datos obtenidos de Yahoo Finance.

La segunda verificación se realizó obteniendo el beta por mediana de los competidores, luego de desapalancar (quitar el efecto de la estructura de capital) dichos coeficientes:

$$\beta_{Unlevered} = \frac{\beta_{Levered}}{\left(1 + (1 - t) \frac{D}{E}\right)}$$

Luego, se utilizó la estructura de capital de Best Buy para apalancar el beta desapalancado obtenido:

$$\beta_{Levered} = \beta_{Unlevered} \times \left(1 + (1 - t) \frac{D}{E}\right)$$

El resultado obtenido fue un coeficiente de 1,02. Ergo, terminamos utilizando el beta por regresión de 1,23, lo que nos dio un costo del equity igual a 11,09%.

Tabla 15. Beta por comparables

(unidades según se especifique)

Compañía	Beta por Regresión	Deuda Mercado	Capitalización Mercado	Deuda/ Cap.	Tasa de Impuestos	Beta Desapalancado
Dell	1,48	25.990	78.450	33,13%	25,0%	1,19
HP	1,15	10.930	29.040	37,64%	9,2%	0,86
Apple	1,20	108.040	2.760.000	3,91%	14,7%	1,16
Samsung	0,84	9.790	384.350	2,55%	25,20%	0,82
Walmart	0,62	63.280	493.560	12,82%	29,40%	0,57
Costco	0,99	9.430	328.510	2,87%	25,90%	0,97
Target	1,31	19.770	78.700	25,12%	20,20%	1,09
Promedio	1,08			16,86%		0,95
Mediana	1,15			12,82%		0,97

	Beta (Mediana) Desapalancado	Deuda Mercado	Capitalización Mercado	Deuda/ Cap.	Tasa de Impuestos	Beta Apalancado
Best Buy	0,97	1.031	16.538	6,24%	22,00%	1,02

Fuente: Elaboración propia.
 Datos de empresas públicas.

7.2.4 Costo ponderado del capital (WACC)

Una vez estimados el costo de la deuda, el costo del capital y los valores de mercado del financiamiento, el costo ponderado del capital resulta igual a 10,7%.

7.3. Valor terminal

Estimamos un valor terminal para Best Buy, utilizando el método de perpetuidad:

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

donde g es la tasa de crecimiento de la empresa a perpetuidad.

Tabla 16. Crecimiento del PBI e inflación
(en % porcentaje)

Período	1947 - 2023	2003 - 2023
Crecimiento PBI	6,4%	4,5%
Inflación	3,5%	2,6%

Fuente: Elaboración propia.
 Census Gov y FRED.

La tabla superior exhibe el crecimiento nominal del PBI estadounidense y la inflación, medida por el CPI, para los años 1947 a 2023, y para los últimos 20 años, de 2003 a 2023. La serie histórica larga del crecimiento del PBI indica una tasa del 6,4% anual, en promedio. Sin embargo, ninguna economía, puede crecer indefinidamente a tasas elevadas, por lo que también se tuvo en consideración el crecimiento nominal en los últimos 20 años. A su vez, la inflación en los estados unidos fue históricamente del 3,5% anual, y en los últimos 20 años del 2,6%. En términos reales la economía estadounidense creció a tasas de casi 3% para el período de 1947 a 2023, y casi 2% para el período 2003 a 2023. Por su parte, consideramos que los datos más recientes reflejan de mejor manera las expectativas para la economía de los Estados Unidos. Las proyecciones futuras de la Reserva Federal (FED) indican una posible tasa de política monetaria expansiva, y también indican que la política monetaria contractiva de los últimos años resuelva el flagelo inflacionario de la salida de la pandemia. La FED tiene una inflación objetivo del 2%, y asumiendo que el PBI crece a tasas reales del 1,9%, el crecimiento nominal de la economía se proyecta en un 3,9%.

Por otro lado, también es cierto que una empresa como Best Buy, en una industria prácticamente madura, puede crecer indefinidamente. El crecimiento provendrá del ciclo natural económica y la recuperación de la demanda, como lo ha sido en las últimas décadas. También consideramos que Best Buy será capaz de adaptarse al ciclo económico en el futuro previsible, como lo ha demostrado a lo largo de los años. Es por eso que determinamos una tasa de crecimiento a perpetuidad del 3%, levemente por encima de la inflación histórica de las últimas dos décadas.

Al realizar el cálculo, teniendo en cuenta el WACC previamente calculado, el último flujo de fondos a la firma y la tasa de crecimiento a perpetuidad, el valor terminal resulta \$25.141 millones.

7.4. Valor de la firma

Una vez proyectados los flujos de fondos y la estimación del valor terminal se descuentan a valor presente utilizando como tasa de descuento el costo del capital previamente estimado. La suma de estos flujos asciende a \$20.783 millones de dólares, que constituye el valor intrínseco de la firma.

Para la transición del valor estimado de la firma al valor implícito del *equity*, debemos añadir el valor de los activos no operativos y deducir el valor de las obligaciones que representan a los restantes aportantes de capital, ya que, por definición:

$$\text{Valor de la firma} = EV = \text{Valor de los activos operativos netos}$$

Desarrollando, se obtiene:

$$EV = \text{Activo operativo} - \text{Pasivo operativo}$$

El activo operativo se puede expresar, en otros términos, como el valor total del activo menos el activo no operativo, y de la misma manera con el pasivo, de forma que:

$$EV = (\text{Activo} - \text{Activo no operativo}) - (\text{Pasivo} - \text{Pasivo y Patrimonio de otros inversores})$$

Reagrupando los términos, la ecuación resulta:

$$EV = (\text{Activo} - \text{Pasivo}) - \text{Activo no operativo} + \text{Pasivo y Patrimonio de otros inversores}$$

Como el valor del *equity* es el valor total del activo de la empresa (neto de obligaciones), reescribimos la última ecuación para obtener:

$$EV = \text{Equity} - \text{Activo no operativo} + \text{Pasivo y Patrimonio de otros inversores}$$

El activo no operativo incluye cuentas como la caja y equivalentes, inversiones financieras, propiedades sobre las que la empresa obtiene ingresos por renta, ingresos por otros negocios, activos en venta o asociados a operaciones discontinuas, inversiones mayoritarias en otras empresas y pérdidas operativas netas. Best Buy tiene activos no operativos por el equivalente a \$1.793 millones de dólares de caja y equivalentes, y \$280 millones en inversiones en activos financieros (principalmente *money-market funds*).

El pasivo y patrimonio que representa a los grupos de inversores restantes incluye cuentas como la deuda financiera, acciones preferidas, arrendamientos de capital o financieros, intereses no controladores, y pensiones no financiadas. Best Buy tiene deuda financiera a

valor de mercado por \$1.031 millones de dólares, arrendamientos financieros por \$34 millones, y posee pensiones que se encuentran financiadas por lo que no se contabilizan.

Por otro lado, el tratamiento por el cual optamos con respecto a los arrendamientos operativos es no contabilizarlos como deuda, ya que estos contratos de leasing son, efectivamente, operativos. La empresa incurre en pagos anuales que se registran como expensas en los estados contables bajo normas U.S GAAP, y los contratos cuentan con bajas primas de terminación de ser necesario. Es por tales motivos que los arrendamientos de este tipo deben ser considerados como expensas y parte de las operaciones y no como instrumentos de deuda. No obstante, ahondamos en los detalles de la valuación tomando a los arrendamientos operativos como deuda en la siguiente sección.

Tabla 17. Valuación por flujos de fondos descontados
(en millones de USD, a menos se especifique contrario)

(+) Valor presente del valor terminal:	15.146
(+) Valor presente de flujos de fondos:	5.638
Valor implícito de la firma:	20.783
(+) Caja y equivalentes:	1.793
(+) Inversiones en activos financieros:	280
(-) Deuda y arrendamientos financieros:	(1.065)
Valor implícito del equity:	21.791
Acciones totales diluidas	218,5M
Precio por acción al 03/02/2024	\$75,7
Precio por acción implícito	\$99,7
<i>% apreciación / (depreciación)</i>	<i>31,8%</i>

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por flujos de fondos descontados.

Se obtuvo un valor implícito del equity de \$21.791 millones, y se dividió por el total de 218.5 millones de acciones diluidas que reporta la empresa, resultando en un valor por acción de \$99,7 dólares, lo que implica una prima del 31,8% con respecto al precio de mercado del 3 de febrero del año 2024 de \$75,6 dólares por acción.

Tabla 18. Valuación para los distintos escenarios
(unidades según se especifique)

	Precio	%
Escenario base	\$99,73	31,8%
Escenario optimista	\$114,6	51,5%
Escenario pesimista	\$89,3	17,9%

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por flujos de fondos descontados.

7.5. Análisis de sensibilidad

Adicionalmente, realizamos un análisis de sensibilidad respecto de las variables que consideramos de mayor impacto en la valuación por flujos de fondos descontados, bajo los supuestos del escenario base.

A continuación, se exhibe el precio de la acción con respecto a las variables del costo del capital (WACC) y un *spread* sobre el crecimiento de ventas proyectados. El costo del capital se hace variar en 50 puntos básicos, y el *spread* sobre el crecimiento en ventas en 100 puntos básicos. De esta forma, obtenemos el impacto sobre el precio por acción de Best Buy respecto de cómo varíe el costo ponderado del capital y el crecimiento en los ingresos.

Tabla 19. Análisis de sensibilidad (WACC vs. Spread de ventas)
(unidades según se especifique)

		Precio por Acción				
		Spread de Crecimiento en Ventas				
		(2.0%)	(1.0%)	0.0%	1.0%	2.0%
WACC	9.7%	101	107	115	122	130
	10.2%	94	100	107	113	120
	10.7%	88	94	100	106	113
	11.2%	83	88	94	100	106
	11.7%	78	83	88	94	99

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por flujos de fondos descontados.

Efectivamente, a mayor tasa de descuento, menor precio por acción y viceversa. A su vez, a mayor crecimiento, mayor precio por acción, y menor cuando el *spread* se vuelve negativo. En el peor de los escenarios, el precio desciende a \$78 dólares, y en el mejor de los escenarios asciende a \$130. Consideramos poco probable un aumento considerable del costo del capital para Best Buy debido a que su salud financiera y bajo nivel de deuda financiera permiten un mayor apalancamiento y beneficios impositivos que disminuyen

el costo ponderado del capital, no así logra ser más probable un crecimiento mayor al proyectado para el escenario base.

Por otro lado, se exhibe a continuación un segundo análisis considerando al costo del capital y a la tasa de crecimiento a perpetuidad, haciendo que varíe en 50 puntos básicos.

Tabla 20. Análisis de sensibilidad (WACC vs. Crecimiento a perpetuidad)
(unidades según se especifique)

		Precio por Acción				
		Crecimiento a perpetuidad				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	9.7%	103	108	115	122	130
	10.2%	97	101	107	113	120
	10.7%	91	95	100	105	111
	11.2%	86	90	94	98	103
	11.7%	82	85	88	92	97

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por flujos de fondos descontados.

Los resultados son similares al análisis previo, en donde a mayor costo del capital menor precio por acción y a mayor crecimiento a perpetuidad mayor precio por acción. En el peor de los escenarios, en donde el costo del capital es mayor y el crecimiento a perpetuidad menor, el precio desciende a \$82 dólares, mientras que, en el mejor de los escenarios, donde el costo del capital es más bajo y el crecimiento a perpetuidad más alto, el precio por acción asciende a los \$130 dólares. Aun así, consideramos que las variaciones exageradas, tanto en el costo del capital como en el crecimiento a perpetuidad son posibles, pero poco probables.

8. Flujos de fondos descontados: Arrendamientos operativos como deuda

Adicionalmente, realizamos la valuación por flujos de fondos descontados, en esta ocasión, otorgando el mismo tratamiento que se le da a la deuda financiera a los arrendamientos operativos.

Las empresas incurren en contratos de arrendamiento, o *leasing*, para el desarrollo de sus operaciones de negocio. Hay dos tipos de contratos: financieros (o de capital) y operativos. La diferencia entre ambos es que el primero otorga el derecho de adquirir el activo al término final del contrato. Es por tales motivos que las empresas incluyen generalmente a los *leases* financieros bajo las cuentas de deuda de corto y largo plazo, ya que se asemeja más a un instrumento de deuda que a una expensa operativa. Por otro lado, los arrendamientos operativos, que no incluyen el derecho de adquisición, permiten su finalización prematura, pagando una prima por terminación temprana de contrato. A diferencia de cualquier tipo de deuda, los contratos de *leasing* operativos no deben pagar más que una expensa denominada renta, y que se reporta en el estado de ingresos de la empresa.

El mayor grueso de las dudas que generan estos contratos surge de las regulaciones impuestas por las normas contables. Previo al año 2019, los arrendamientos eran instrumentos que se encontraban fuera del balance (*off balance sheet*), es decir, las compañías no reportaban el valor presente de las obligaciones en los estados contables. A partir del año 2019, las normas se modificaron, y en particular para las normas U.S GAAP, las empresas se vieron obligadas a reportarlos en los estados contables. Tanto los arrendamientos financieros como operativos generan dos cuentas: un activo por arrendamiento y un pasivo por arrendamiento, que consisten en el valor presente de los flujos generados por los contratos. El activo, comúnmente denominado *right-of-use (ROU) asset*, disminuye por el componente de depreciación, y el pasivo, denominado *lease liability*, disminuye por el repago (*repayment*). La diferencia radica en cómo afectan al estado de ingresos y al estado de flujo de fondos, debido a que los *leases* financieros se dividen en los componentes de intereses y depreciaciones, y los *leases* operativos solo devengan una expensa bajo el nombre de renta, incluida junto o dentro de otras expensas frecuentes, como los costos de ventas, gastos generales y administrativos, entre otros. Los activos y pasivos generados y reportados en el balance disminuyen por los componentes previamente descriptos, la diferencia es que para los *leases* financieros los componentes

se reportan en el estado de flujos de fondos (las depreciaciones entran por el flujo de fondos generado por la operación, y el repago por el flujo de fondos generado por actividades de financiamiento), mientras que para los *leases* operativos se reporta únicamente el cambio (tanto en el activo y en el pasivo) en el flujo de fondos de la operación, generalmente dentro del cambio en el capital de trabajo (activos y pasivos operacionales) de la empresa.

Tabla 21. Esquema histórico de arrendamientos operativos y financieros
(unidades según se especifique)

Año	2019	2020	2021	2022	2023
Renta por arrendamientos operativos:	780M	777M	770M	781M	777M
Número de tiendas físicas:	1.231	1.159	1.144	1.138	1.125
Renta por número de tiendas físicas:	634k	670k	673k	686k	691k
Obligación por arrendamientos operativos:	2.798M	2.705M	2.709M	2.802M	2.817M
% Renta:	359%	348%	352%	359%	363%
Componente depreciación por arrendamientos financieros:	13M	13M	13M	15M	16M
Obligación por arrendamientos financieros:	38M	38M	40M	42M	34M
% Depreciación	34%	34%	33%	36%	47%

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

Con respecto Best Buy, el portfolio de *leases* está compuesto casi en su totalidad por contratos operativos, principalmente relacionados a los locales físicos, y solo una pequeña porción de contratos financieros o de capital, relacionados a equipos técnicos y tecnología. Para el último período fiscal, 2024, correspondiente al año 2023, la renta, reportada dentro de los gastos de venta, generales y administrativos (SG&A), fue de un total de 777 millones de dólares, el equivalente a un 11,2% neto de amortizaciones y depreciaciones, y a un 9,8% del monto bruto (SG&A más D&A). Por su parte, el valor presente de la obligación por arrendamientos operativos reportada en el balance representó en el último año un 363% de la renta, el equivalente a \$2.817 millones de dólares. Por otro lado, la obligación por arrendamientos financieros representó en 2023 el equivalente a \$34 millones de dólares, y el componente de depreciación un 47% por año. La empresa no distingue el componente de intereses por obligaciones de arrendamientos financieros. No obstante, se encuentran contemplados en la expensa por intereses y excluidos como tales en los flujos de fondos a la firma, de la misma forma que se excluyen los intereses por deuda financiera.

8.1. Supuestos, proyecciones y el impacto en los flujos de fondos a la firma

Para proyectar las distintas cuentas que afectan a los flujos de fondos pertenecientes a firma, se hicieron los siguientes supuestos.

Tabla 22. Esquema de proyecciones de arrendamientos operativos y financieros (unidades según se especifique)

Año	2024	2025	2026	2027	2028
Renta por arrendamientos operativos:	741M	728M	714M	701M	688M
Número de tiendas físicas:	1.105	1.085	1.065	1.045	1.025
Renta por número de tiendas físicas:	671k	671k	671k	671k	671k
Obligación por arrendamientos operativos:	2.639M	2.591M	2.543M	2.496M	3.628M
% Renta:	356%	356%	356%	356%	356%+OBSC
Componente depreciación por arrendamientos financieros:	14M	14M	14M	14M	14M
Obligación por arrendamientos financieros:	38M	38M	38M	38M	38M
% Depreciación	37%	37%	37%	37%	37%

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de Best Buy.

En primer lugar, la renta por arrendamientos financieros se estima en base a la renta promedio de los últimos 5 años, de \$671 mil dólares por local, y el número proyectado de locales, que disminuye en 20 unidades por año en promedio, en base a las declaraciones de la empresa y el plan de reestructuración que está llevando a cabo. De tal manera, la multiplicación de ambas proyecciones nos permite estimar la renta de los próximos 5 años. En segundo lugar, la obligación que generan los contratos operativos se estima como porcentaje de la renta promedio de los últimos 5 años, de 356%. La excepción se da en el último año de proyección, el año 2028, y ocurre debido a que se debe contemplar una prima por renovación de los contratos. La forma de estimar la prima se realiza en base a los compromisos reportados fuera del balance (*OBSC*, “*off balance sheet commitments*”, por sus siglas en inglés) por parte de la empresa, la cual estima añadir arrendamientos operativos dentro de 3 a 5 años, y de 5 años a continuidad por un valor presente de \$460 y \$720 millones de dólares. El total de la obligación para los arrendamientos operativos proyectado en 2028 es de \$3.628 millones de dólares. En último lugar, proyectamos el componente de depreciación que originan los arrendamientos financieros tomando el promedio de los últimos 5 años de la depreciación con respecto a la obligación reportada en el balance, un 37% de la misma.

Al tratar los arrendamientos operativos como deuda, debemos excluir el egreso por renta, de la misma forma que se excluyen los intereses por deuda, por lo que sumamos la

expensa a la ganancia operativa (antes de intereses e impuestos). Además, debemos excluir el efecto del componente de la depreciación por arrendamientos financieros, por lo que se suma a la ganancia operativa y se resta en los ajustes por gastos no-erogables, cuando se añaden las depreciaciones y amortizaciones (la empresa agrupa al componente dentro de esta cuenta). Este último procedimiento, si bien es técnico, es lo que se debería realizar en todos los modelos de valuación por flujos de fondo a la firma, pero al ser un componente extremadamente pequeño (para Best Buy, un 0,8% de los flujos de fondos a la firma de los últimos 5 años, en promedio) se suele ignorar. En último lugar, se debe restar el cambio en la obligación por arrendamientos operativos, porque representa el egreso (o ingreso) en términos de efectivo en firmar nuevos contratos de *leasing*, para obtener un flujo de fondos perteneciente a la firma.

Tabla 23. Flujos de fondos a la firma: Esquema comparativo (sin unidades)

Ganancia operativa / EBIT	Ganancia operativa / EBIT
	(+) Renta por arrendamientos operativos
	(+) Depreciación de arrendamientos financieros
	Ganancia operativa excluyendo renta / EBIT + R
× (1 - Tasa impositiva)	× (1 - Tasa impositiva)
Ganancia op. después de impuestos / NOPAT	Ganancia op. después de impuestos / NOPAT
<i>Ajustes por gastos no-erogables:</i>	<i>Ajustes por gastos no-erogables:</i>
(+) Depreciaciones y amortizaciones	(+) Depreciaciones y amortizaciones
	(-) Depreciación de arrendamientos financieros
<i>Ajustes por inversión en CapEx:</i>	<i>Ajustes por inversión en CapEx:</i>
(-) Inversión en capital de mantenimiento	(-) Inversión en Capital de mantenimiento
<i>Ajustes por inversión en capital de trabajo:</i>	<i>Ajustes por inversión en capital de trabajo:</i>
(+/-) Inversión capital de trabajo	(+/-) Inversión capital de trabajo
<i>Otros ajustes:</i>	<i>Otros ajustes:</i>
	(-) Cambio en obligación por arrendamientos op.
FCFF (Flujo de fondos a la firma)	FCFF (Flujo de fondos a la firma)

Fuente: Elaboración propia.

8.2. El impacto en el costo ponderado del capital (WACC)

Al incluir los arrendamientos como parte de la estructura de financiamiento, los distintos componentes del costo ponderado del capital se ven afectados.

8.2.1. Estructura de capital

Se tomó como valor de los *leases* el monto reportado en el balance de Best Buy de \$2.817 millones de dólares y \$34 millones dólares, correspondientes a los valores presentes de

los leases operativos y financieros, respectivamente, y la suma equivalente a \$2.851 millones de dólares. Por lo tanto, teniendo en cuenta el capital de los accionistas, la deuda financiera y los arrendamientos, la estructura de capital resulta 81,0%, 5,0% y 14,0% respectivamente.

8.2.2. Costo de *leases*

Para estimar el costo de los leases, se recurrió al costo ponderado de los arrendamientos reportados por Best Buy en sus estados financieros. El costo ponderado de los leases operativos es de 3,6%, mientras que el costo ponderado de los leases financieros es de 3,9%, por lo que el prorrateo del portfolio de arrendamientos resulta en una tasa de 3,6%, antes de impuestos.

8.2.3. Costo de ponderado del capital

A diferencia del capital accionista, u otros componentes que podrían formar parte de la estructura de capital de la empresa, como acciones preferidas, entre otros, los arrendamientos permiten deducción de impuestos, y, por lo tanto, la tasa que se debe computar para el costo de capital (la porción correspondiente a los arrendamientos) debe ser después de impuestos. La tabla inferior exhibe un resumen de las distintas secciones tratadas previamente.

Tabla 24. Impacto sobre el costo ponderado del capital
(sin unidades)

Componentes	%	% Después de impuestos	Ponderación (E + D + L)	Contribución al WACC
Costo del equity	11,09%	11,1%	81,0%	8,98%
Costo de la deuda	4,95%	3,86%	5,0%	0,20%
Costo de leases	3,60%	2,81%	14,0%	0,39%
WACC				9,57%

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por flujos de fondos descontados

Como era de esperarse, el costo del capital es considerablemente menor al estimado en el modelo de flujos descontados previo, en donde los arrendamientos operativos se tratan como expensas. Por lo general, estos contratos poseen un costo similar al de la deuda financiera, y al ser deducibles de impuesto abaratan considerablemente el costo ponderado del capital.

8.2.4. Adicional: Beta por comparables

Si bien el beta utilizado para estimar el costo del *equity* se obtuvo por regresión lineal, un último control de calidad es calcular el beta por comparables. Para ello es necesario encontrar los montos y expensas asociados a los contratos de *leasing* y desapalancar los betas de los comparables por su estructura de capital (en relación al capital de los accionistas), para luego apalancar el beta promedio (o por mediana) con la estructura de capital de Best Buy. El resultado que se obtuvo fue un coeficiente de 1,19 que resulta muy similar al coeficiente estimado por regresión.

Tabla 25. Beta por comparables con contratos de *leasing*
(unidades según se especifique)

Compañía	Beta por Regresión	Deuda Mercado	Capitalización Mercado	Leases Fin. y Op.	Deuda/ Cap.	Leases/ Cap.	Tasa de Impuestos	Beta Desapalancado
Dell	1,48	25.990	78.450	829	33,13%	1,06%	25,0%	1,18
HP	1,15	10.930	29.040	1.255	37,64%	4,32%	9,2%	0,83
Apple	1,20	108.040	2.760.000	12.842	3,91%	0,47%	14,7%	1,16
Walmart	0,62	63.280	493.560	20.864	12,82%	4,23%	29,4%	0,55
Costco	0,99	9.430	328.510	2.788	2,87%	0,85%	25,9%	0,96
Target	1,31	19.770	78.700	5.621	25,12%	7,14%	20,2%	1,04
Promedio	1,13				19,25%			0,95
Mediana	1,18				18,97%			1,00

	Beta (Mediana) Desapalancado	Deuda Mercado	Capitalización Mercado	Leases Fin. y Op.	Deuda/ Cap.	Leases/ Cap.	Tasa de Impuestos	Beta Apalancado
Best Buy	1,00	1.031	16.538	2.851	6,24%	17,24%	22,00%	1,19

Fuente: Elaboración propia.
Datos de empresas públicas.

8.3. El impacto en el valor implícito del *equity* y el precio por acción

El último paso del modelo de flujos de fondos descontados es pasar del valor implícito de la firma al valor implícito del *equity*. Con una tasa de crecimiento a perpetuidad del 3%, se obtuvo un valor terminal de \$22.706 millones de dólares, y descontado a valor presente \$14.377 millones. La suma del valor presente de los flujos de fondos fue de \$7.849 millones, y el valor implícito de la firma \$22.226 millones de dólares. El valor terminal compone, bajo los supuestos del escenario base, un 64,7% del valor de la firma.

Para el puente de transición entre el valor obtenido al valor del *equity*, se suma el valor de los activos no operativos de Best Buy, identificados como caja y equivalentes e inversiones en activos financieros, y se resta el valor de las obligaciones y patrimonio de los restantes grupos de inversores distintos de accionistas, correspondiente a la deuda financiera y el valor de los arrendamientos operativos y financieros.

Tabla 26. Valuación por flujos de fondos descontados con *leases*
(en millones de USD, a menos se especifique contrario)

(+) Valor presente del valor terminal:	14.377
(+) Valor presente de flujos de fondos:	7.849
Valor implícito de la firma:	22.226
(+) Caja y equivalentes:	1.793
(+) Inversiones en activos financieros:	280
(-) Deuda financiera:	(1.031)
(-) Arrendamientos (operativos y financieros):	(2.851)
Valor implícito del equity:	20.416
Acciones totales diluidas	218,5M
Precio por acción al 03/02/2024	\$75,7
Precio por acción implícito	\$93,4
<i>% apreciación / (depreciación)</i>	<i>23,4%</i>

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por flujos de fondos descontados.

El precio por acción que se obtuvo fue de \$93,4 dólares por acción, lo que implica una prima de 23,4% por encima del precio por acción a la fecha de valuación de \$75,7 dólares. La tabla inferior exhibe los valores obtenidos para los distintos escenarios y la relación porcentual con el precio por acción a la fecha de valuación.

Tabla 27. Valuación con *leases* para los distintos escenarios
(unidades según se especifique)

	Precio	%
Escenario base	\$93,4	23,4%
Escenario optimista	\$111,1	46,8%
Escenario pesimista	\$81,8	8,1%

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por flujos de fondos descontados.

A excepción del escenario pesimista, la valuación indica que la acción de Best Buy está infravalorada hasta en un 47%. Por otro lado, en el cuadro inferior se exhiben los resultados bajo los tres escenarios de la valuación convencional, la valuación con los arrendamientos bajo tratamiento de deuda, y la diferencia porcentual entre el precio de la

última valuación con respecto a la primera. Si bien la diferencia oscila entre el 3,1% y 9%, consideramos que los resultados son relativamente similares, y que, a los efectos de una valuación, la discrepancia es de impacto marginal en las conclusiones acerca de la decisión de inversión.

Tabla 28. Comparación para los distintos escenarios de las valuaciones (unidades según se especifique)

	Valuación	Valuación (con <i>leases</i>)	Diferencia porcentual
Escenario base	\$99,7	\$93,4	(6,3%)
Escenario optimista	\$114,6	\$111,1	(3,1%)
Escenario pesimista	\$89,9	\$81,8	(9,0%)

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por flujos de fondos descontados.



9. Valuación relativa

La valuación relativa es un enfoque utilizado en finanzas para determinar el valor de un activo financiero mediante la comparación de indicadores financieros o ratios con los de otros activos similares. En lugar de valorar el activo de forma independiente, la valuación relativa busca determinar su valor en relación con otros activos del mismo sector, industria o categoría de mercado. Las ventajas de este enfoque de mercado es que permite llevar a cabo una valuación de manera rápida y sencilla a valores corrientes de mercado. No obstante, la valuación relativa puede sobreestimar o subestimar el valor de un activo dependiendo del estado en el que se encuentra el mercado, es decir, de si se encuentra correctamente valuado o no.

Para iniciar con la valuación relativa, se seleccionaron los competidores de Best Buy, especialmente aquellos que operan en el sector minorista o de venta de productos electrónicos de consumo, y que presentan márgenes financieros similares. Si estos competidores muestran similitudes en los márgenes con Best Buy, entonces se consideran para la valuación relativa. Es crucial tener en cuenta estos aspectos, ya que la elección de un competidor con márgenes inferiores podría llevar a una sobreestimación de los márgenes de Best Buy. Por otro lado, si se elige una empresa con márgenes comparables, pero con un tipo de negocio diferente, la valuación podría verse afectada debido a las diferencias en las operaciones y los ratios financieros.

Además, para llevar a cabo un análisis más exhaustivo, se decidió incluir en esta valuación a las empresas proveedoras de Best Buy cuyos productos se venden tanto en tiendas físicas como en línea. Esto incluye casos como el de Apple y sus puntos de venta, así como el de Dell y su presencia en línea.

9.1. Tipos de negocio

Es crucial identificar a los posibles competidores que podrían disputar su participación en el mercado o capturar parte de su cuota. Estos competidores no necesariamente operan en el mismo rubro que Best Buy, pero comparten similitudes en su funcionamiento. Entender a los competidores potenciales es esencial para anticipar cambios en la dinámica del mercado y mantener la competitividad.

9.1.1. Dell

Dell Technologies, fundada por Michael Dell en 1984, es líder en el desarrollo, fabricación y venta de una amplia gama de productos y servicios tecnológicos. Se destaca por su enfoque integral en el hardware, que incluye computadoras personales, portátiles, servidores, dispositivos de almacenamiento y equipos de red. La empresa ha ganado reputación en la industria gracias a su compromiso con soluciones tecnológicas de alta calidad y eficiencia. Su presencia en el mercado minorista y su oferta de productos electrónicos de consumo la convierten en una empresa comparable a Best Buy en términos de competencia directa y dinámica en el sector de la tecnología de consumo.

9.1.2. Hewlett Packard

Hewlett Packard (HP), fundada en 1939, es una empresa líder en el sector tecnológico, especializada en el diseño, fabricación y venta de una amplia variedad de productos, principalmente hardware tecnológico como impresoras, computadoras personales, servidores y dispositivos de almacenamiento. HP ha consolidado su presencia en el mercado mediante la provisión de soluciones tecnológicas innovadoras y de calidad. La inclusión de HP entre las empresas comparables a Best Buy se justifica por su amplia oferta de productos electrónicos de consumo y su posición destacada en el sector tecnológico, lo que la convierte en una competidora relevante en el mercado minorista de productos electrónicos.

9.1.3. Apple

Apple, fundada en 1976, es una empresa líder mundial conocida por su innovación y diseño de productos electrónicos. Aunque su enfoque principal ha sido el hardware, como iPhone y Mac, Apple ha demostrado una habilidad excepcional para capitalizar su base de usuarios a través de servicios y ventas de software. Se incluye a Apple entre las empresas comparables a Best Buy debido a su modelo de negocio similar: vende sus productos tanto a través de sus tiendas Apple como en línea.

9.1.4. Samsung

Samsung, una potencia tecnológica surcoreana establecida en 1938, se erige como líder en innovación, calidad y reconocimiento mundial. Su diversa gama de productos abarca desde smartphones y televisores hasta chips de memoria y barcos. La compañía comercializa sus productos tanto a través de distribuidores como Best Buy, así como a

través de su plataforma en línea, lo que la posiciona como un competidor directo en el mercado.

9.1.5. Costco

Costco Wholesale Corporation, fundada en 1983, es un minorista global con una fuerte presencia en varios países. Ofrece una amplia gama de productos que abarcan desde alimentos hasta electrónica de consumo, pasando por electrodomésticos y otros artículos. Su modelo de negocio, centrado en las membresías, le permite ofrecer precios competitivos a sus clientes. Esta combinación de variedad de productos y precios atractivos la convierte en un competidor relevante para Best Buy en el mercado minorista de productos electrónicos.

9.1.6. Target

Target, una empresa con raíces que se remontan a su fundación en 1902 bajo el nombre Dayton Dry Goods Company, ha evolucionado para convertirse en un destacado minorista en Estados Unidos. Reconocido por ofrecer una amplia variedad de artículos esenciales y de moda a precios descontados, Target se destaca en su estrategia centrada en marcas propias y líderes. Sus esfuerzos por crear una experiencia de compra atractiva también han contribuido a su posición en el mercado. Con una historia que abarca décadas, Target se ha convertido en un competidor relevante para Best Buy, no solo como minorista, sino también por su presencia significativa en la venta de productos electrónicos.

9.1.7. Walmart

Walmart Inc. es un minorista global que se enfoca en ofrecer los precios más bajos a sus clientes. Con operaciones en tres segmentos principales: Walmart U.S., Walmart International y Sam's Club, Walmart atiende a más de 240 millones de clientes cada semana en todo el mundo. Aunque su principal enfoque está en comestibles, productos generales y salud y bienestar, Walmart también está presente en la industria de productos electrónicos de consumo. Aunque esta no es su unidad más fuerte, su alcance global y su presencia en el mercado minorista lo convierten en un competidor relevante para Best Buy.

9.1.8. Upbound

Upbound Group, Inc. se dedica a la venta de muebles, electrónicos, electrodomésticos, computadoras y teléfonos inteligentes a través de acuerdos de alquiler con opciones de compra flexibles. Su segmento Rent-A-Center Business opera tiendas de alquiler con opción a compra en Estados Unidos y Puerto Rico, mientras que el segmento Preferred Lease ofrece esta opción con propiedades de terceros. Además, tiene operaciones en México y ofrece franquicias. La venta de productos electrónicos con leasing es la que compite directamente con Best Buy, y es por tales motivos que la incluimos en las empresas comparables.

9.1.9. Walgreens

Walgreens Boots Alliance, Inc. es un líder integrado en atención médica, farmacia y comercio, con aproximadamente 13,000 ubicaciones en todo el mundo. Aunque no compite directamente en la industria de productos electrónicos de consumo, su modelo de negocio es similar al de Best Buy en términos de operaciones minoristas y servicios digitales. Por esta razón, decidimos incluir a Walgreens Boots Alliance en nuestro análisis para comparar márgenes y rentabilidad.

9.1.10. Kroger

Kroger es una empresa estadounidense de supermercados con más de 2,800 tiendas en 35 estados. Ofrece una amplia gama de productos, desde alimentos y bebidas hasta productos no comestibles, como productos de salud y belleza, utensilios de cocina y ropa. Además, proporciona servicios como entrega a domicilio y recogida en tienda. Aunque no compite en la industria de productos electrónicos de consumo, su modelo de negocio minorista lo convierte en un candidato relevante para la comparación de márgenes y rentabilidad con Best Buy.

9.1.11. CVS

CVS es una empresa estadounidense de atención médica con más de 10,000 tiendas en todo el país. Ofrece una amplia gama de productos y servicios de atención médica, incluyendo farmacias y venta al por menor de productos de salud y bienestar. Al tener un modelo de negocio mixto entre ventas minoristas y servicios, similar al de Best Buy, consideramos apropiado incluir a CVS en esta comparación.

9.2. Comparables por tamaño

Se determinó el valor de la firma para las distintas empresas, en base a los datos más recientes disponibles de los formularios 10-K y 10-Q, y otros proveedores de información.

Tabla 29. Comparables por tamaño
(unidades en millones de USD)

Compañía	Ticker	Capitalización de mercado	Deuda y leases fin.	Acciones preferidas	Caja y equivalente	Activos no operativos	Valor de la firma
Dell	DELL	78.450	25.990	-	(7.366)	(1.395)	95.679
HP	HPQ	29.040	10.930	-	(2.147)	-	37.823
Apple	AAPL	2.760.000	108.040	-	(29.965)	(100.544)	2.737.531
Samsung	005930.KS	384.350	9.790	91	(52.890)	(7.996)	333.345
Walmart	WMT	493.560	63.280	-	(9.867)	(13.737)	533.236
Costco	COST	328.510	9.430	-	(9.095)	(1.239)	327.606
Target	TGT	78.700	19.770	-	(3.805)	(54)	94.611
Upbound	UPBD	1.850	1.600	-	(94)	-	3.356
Walgreens	WBA	18.190	34.700	-	(784)	(3.400)	48.706
Kroger	KR	40.880	19.250	-	(1.725)	(18)	58.387
CVS	CVS	99.390	79.390	-	(8.196)	(5.452)	165.132
Best Buy	BBY	16.538	1.065	-	(1.793)	(280)	15.531

Fuente: Elaboración propia.

Datos de Seeking Alpha, Trading View, formularios 10-K y 10-Q.

A excepción de la capitalización de mercado, la mayoría de los componentes del valor de la firma se obtuvo examinando los estados financieros. En particular, los componentes de deuda y arrendamientos financieros se obtuvieron en base al *fair value* reportado por las empresas en las notas a los estados contables, y la mayoría reportaban los componentes bajo una misma cuenta denominada deuda. A excepción de Samsung, ninguna de las empresas cuenta con acciones preferidas. Por último, la mayoría de los activos no operativos reportados consistían principalmente en inversiones e intereses no controladores, a excepción de Target que posee una obligación por pensiones no financiadas de \$39 millones de dólares, previo a deducciones de impuestos.

9.3. Crecimiento

Al evaluar las perspectivas de Best Buy dentro del mercado, uno de los primeros aspectos que examinamos es el crecimiento de las empresas comparables en la industria. Para ello, hemos confeccionado una tasa de crecimiento compuesta anual desde 2019 hasta 2023.

Los resultados revelan una heterogeneidad significativa entre las empresas comparables en términos de crecimiento. Para ilustrar este punto, CVS muestra un crecimiento anual en ventas del 7,8%, mientras que Walgreens experimentó crecimiento del 0,4% anual. La media de crecimiento de ventas entre las empresas comparables se sitúa en un 6,9%, con una mediana del 7,8%. Por otro lado, Best Buy registró un crecimiento compuesto en ventas de -0,1% anual durante el mismo período, considerablemente por debajo del promedio y la mediana de la industria.

Además, calculamos el crecimiento compuesto anual del EBITDA y de los ingresos netos de las empresas comparables. Notamos que la tendencia en la heterogeneidad se repite en estos casos. Hay ciertas empresas cuyo caída o crecimiento en el CAGR para estas dos medidas se magnifica de gran manera, como es el caso de Walgreens, donde su CAGR en ventas es positivo y sus CAGRs en EBITDA e ingreso neto son negativos.

Tabla 30. CAGR en ventas, EBITDA y ganancia neta (2019 - 2023)
(en porcentaje %)

Compañía	Ventas	EBITDA	Earnings
Dell	(0,21%)	(9,1%)	(7,0%)
HP	16,76%	2,7%	1,6%
Apple	10,19%	11,8%	12,8%
Samsung	(0,21%)	(2,1%)	(1,8%)
Walmart	5,08%	3,7%	0,8%
Costco	12,62%	11,9%	13,2%
Target	8,16%	3,6%	4,8%
Upbound	10,39%	21,6%	(2,1%)
Walgreens	0,40%	(10,9%)	(32,1%)
Kroger	4,85%	6,4%	5,7%
CVS	7,81%	1,6%	4,7%
Mediana	7,81%	3,6%	1,6%
Promedio	6,89%	3,7%	0,1%
Best Buy	(0,06%)	-1,4%	(4,2%)

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de empresas.

Por otro lado, obtuvimos otra medida de crecimiento en base al ratio *price-to-earnings* para expandir en el análisis de crecimiento de las empresas. En particular, el ratio se descompone matemáticamente como:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Payout Ratio} (1 + g)}{K_e - g}$$

donde g es el crecimiento implícito, K_e el costo del equity. Realizamos el despeje algebraico para obtener el crecimiento de manera tal que:

$$g = \frac{K_e \frac{P}{E} - \text{Payout Ratio}}{\text{Payout Ratio} + \frac{P}{E}}$$

El crecimiento implícito en ganancias depende del costo del equity, del ratio de reinversión (indirectamente) y del múltiplo de cotización.

Tabla 31. Crecimiento implícito de las empresas comparables (en porcentaje %)

Compañía	Ratio PE	Payout	Costo del equity	g
Dell	24,4x	33,9%	12,45%	10,91%
HP	8,5x	31,2%	10,63%	6,71%
Apple	27,4x	14,9%	10,91%	10,30%
Samsung	34,4x	67,8%	8,92%	6,81%
Walmart	31,8x	39,8%	7,70%	6,37%
Costco	48,4x	26,7%	9,74%	9,14%
Target	19,0x	48,8%	11,51%	8,72%
Upbound	NA	NA	NA	NA
Walgreens	31,7x	290,9%	8,64%	-0,49%
Kroger	18,9x	37,2%	6,98%	4,92%
CVS	11,9x	43,5%	7,31%	3,53%
Mediana				6,76%
Promedio				6,69%
Best Buy	13,3x	64,8%	11,1%	5,94%

Fuente: Elaboración propia.
Formularios 10-K de empresas.

Lo que se observó fue que el crecimiento de las empresas comparables está por encima del crecimiento implícito para Best Buy. Aunque este análisis proporciona una visión general del crecimiento de las empresas comparables, es importante tener en cuenta que constituye una simplificación inicial de la situación. No obstante, nos brinda un punto de partida valioso para comprender el contexto del crecimiento de Best Buy en relación con sus competidores en la industria, y es este mismo decrecimiento en ventas que explica los malos rendimientos en el precio por acción de la empresa.

9.4. Indicadores de rentabilidad

En el contexto de la valuación relativa, es crucial analizar los indicadores de rentabilidad de las empresas comparables para comprender mejor su desempeño financiero y operativo. Este análisis proporciona una valiosa contextualización del rendimiento financiero al situar una empresa en comparación con otras del mismo sector. Además de servir como indicadores cuantitativos, los márgenes de rentabilidad actúan como una medida clave para determinar la competitividad de una empresa. Al comparar estos márgenes con los de sus competidores, se puede evaluar la eficiencia operativa y detectar áreas de mejora para mantener o mejorar su posición en un mercado altamente competitivo. Por último, los indicadores de rentabilidad ofrecen una visión de la alineación de una empresa con las expectativas del mercado. Si una empresa exhibe márgenes consistentes o superiores en comparación con sus competidores, puede ser percibida favorablemente por los inversionistas, lo que podría influir en el precio de la acción.

Por lo dicho previamente, se reunió información de los últimos 12 meses de las empresas, acerca de la rentabilidad sobre los activos, la rentabilidad sobre el capital, los márgenes operativos y el margen neto.

Tabla 32. Ratios de rentabilidad
(en porcentaje %)

Compañía	ROA (%)	ROE (%)	EBIT (%)	EBITDA (%)	Margen neto (%)
Dell	7,0%	4,1%	6,5%	6,8%	3,6%
HP	16,0%	11,8%	8,2%	9,8%	6,4%
Apple	33,6%	3,7%	30,8%	33,7%	26,2%
Samsung	3,3%	2,9%	2,5%	17,0%	5,6%
Walmart	10,7%	3,1%	4,2%	6,0%	2,4%
Costco	13,4%	2,1%	3,6%	4,4%	2,7%
Target	10,7%	5,3%	5,5%	8,1%	3,9%
Upbound	6,3%	(0,3%)	4,3%	7,4%	(0,1%)
Walgreens	2,1%	3,2%	1,4%	2,8%	0,4%
Kroger	9,9%	5,3%	3,3%	5,4%	1,4%
CVS	5,6%	8,4%	3,9%	5,2%	2,3%
Mediana	9,9%	3,7%	4,2%	6,8%	2,7%
Media	10,8%	4,5%	6,7%	9,7%	5,0%
Best Buy	11,5%	7,5%	4,0%	6,1%	2,9%

Fuente: Elaboración propia.

Datos de *Seeking Alpha*, *Trading View*, formularios 10-K y 10-Q.

9.3.1 ROA

La rentabilidad sobre los activos, medida como la ganancia operativa sobre el total de activos, presenta una media de 10,8% y una mediana de 9,9%. De las empresas comparables, las empresas con mayor ROA son Apple y Hewlett Packard. Las empresas farmacéuticas y Samsung poseen menor retorno sobre activos que el resto de los comparables. En este aspecto, la empresa a la que se asemeja más en cuanto a rentabilidad de los activos de Best Buy, del orden del 11,5% es Walmart, con un 10,7%.

9.3.2 ROE

La rentabilidad sobre el capital o patrimonio neto presenta una media de 4,5% y una mediana del 3,7%. Empresas como Hewlett Packard y CVS tienen la rentabilidad sobre el patrimonio más alta, mientras que Walgreens la más baja, al tener un retorno sobre el patrimonio neto negativo. En este aspecto, Best Buy se asemeja más a CVS, ya que tiene un ratio del 7,5%, razonablemente más alto que la media debido a que el valor del patrimonio neto es sustancialmente bajo.

9.3.3 Margen Operativo

El margen operativo de los comparables tiene una media de 6,7% y una mediana de 4,2%. Empresas como Apple sesgan el indicador, debido a que posee un margen operativo extraordinario del orden del 30,8%. No obstante, si observamos la mediana, la mayoría de los comparables se encuentran alrededor de aquel número. Best Buy se asemeja en rendimiento operativo a Walmart, Costco y CVS.

9.3.4 Margen EBITDA

Si repetimos el mismo análisis, pero contemplando las amortizaciones y depreciaciones, observamos que el margen tiene una media 9,7% y una mediana de 6,8%. Apple, una vez más, se convierte en outlier, ya que exhibe un múltiplo del orden del 33,7%. En este aspecto, Best Buy tiene un margen EBITDA del 6,1%, el cual se asemeja al margen de Walmart del 6,0%.

9.3.5 Margen Neto

El último indicador es el margen neto contable. La media de los comparables es del 5,0% y la mediana del 2,7%. Apple y Samsung lideran con un 26,2% y 5,6% respectivamente. No obstante, Best Buy tiene un margen del 2,9%, similar al margen de Costco, Target y Walmart.

9.5. Indicadores financieros

En un segundo lugar, analizamos tres ratios financieros relevantes para la valuación relativa. Los indicadores son la relación entre deuda y capital, la relación de la deuda con el valor de la firma y el capital con el valor de la firma.

En primer lugar, se observó que la media de la relación deuda y capital es del orden del 47,5%, y la mediana de 33,1%. La media sugiere que por cada dólar de patrimonio hay 47,5 centavos de dólar de deuda. Las empresas farmacéuticas se encuentran particularmente apalancadas, como Walgreens y CVS. No obstante, otras empresas como Samsung tienen muy poca deuda en relación con el capital. En cuanto a Best Buy, los últimos datos revelan que la relación deuda capital es del orden del 6,4%, y se asemeja a las empresas Apple, Samsung y Costco.

Tabla 33. Ratios financieros
(en porcentaje %)

Compañía	Deuda/Capital (%)	Capital/Valor firma (%)	Deuda/Valor firma (%)
Dell	33,1%	82,0%	27,2%
HP	37,6%	76,8%	28,9%
Apple	3,9%	100,8%	3,9%
Samsung	2,5%	115,3%	2,9%
Walmart	12,8%	92,6%	11,9%
Costco	2,9%	100,3%	2,9%
Target	25,1%	83,2%	20,9%
Upbound	86,5%	55,1%	47,7%
Walgreens	190,8%	37,3%	71,2%
Kroger	47,1%	70,0%	33,0%
CVS	79,9%	60,2%	48,1%
Mediana	33,1%	82,0%	27,2%
Media	47,5%	79,4%	27,1%
Best Buy	6,4%	106,5%	6,9%

Fuente: Elaboración propia.
Datos de *Seeking Alpha*, *Trading View*, formularios 10-K y 10-Q.

Por otro lado, con respecto a la relación capital y deuda sobre valor firma nos encontramos otra vez con semejanzas entre Best Buy, Costco, Apple y Samsung.

9.6. Indicadores de cobertura

La cobertura de intereses se cuantificó de dos maneras. En primer lugar, la capacidad de las empresas de cubrir sus intereses por obligaciones con los ingresos operativos, y, en segundo lugar, haciendo uso de los ingresos operativos más las amortizaciones y depreciaciones. Como estas cuentas son gastos no erogables, tiene sentido financiero tomar el EBITDA como posible métrica para la cobertura de intereses.

En particular, la media de la industria haciendo uso de la ganancia operativa antes de amortizaciones y depreciaciones ronda las 20,5x veces, y la mediana 14,5x. La mediana logra ser mejor representación de la métrica de la industria debido a que Apple y Samsung sesgan el indicador al tener mucha capacidad de repago. No obstante, Best Buy también cuenta con una alta capacidad de repago, con un ratio de 51,0x veces, y se le asemeja Costco y Samsung.

Tabla 34. Ratios de cobertura

(en veces x)

Compañía	EBITDA/Intereses	EBIT/Intereses
	(x)	(x)
Dell	4,6x	4,3x
HP	10,0x	8,4x
Apple	33,1x	30,2x
Samsung	47,3x	7,1x
Walmart	14,5x	10,1x
Costco	64,7x	52,0x
Target	17,3x	11,8x
Upbound	2,6x	1,5x
Walgreens	6,4x	3,2x
Kroger	18,4x	11,3x
CVS	6,9x	5,3x
Mediana	14,5x	8,4x
Media	20,5x	13,2x
Best Buy	51,0x	33,2x

Fuente: Elaboración propia.

Datos de *Seeking Alpha*, *Trading View*, formularios 10-K y 10-Q.

Por otro lado, tomando la ganancia operativa únicamente, Best Buy sigue teniendo un ratio extraordinario de 33,2x veces, y parecería que su único comparable semejante es Apple.

9.7. Elección y determinación del múltiplo para Best Buy

Se eligió utilizar el múltiplo EV/EBITDA para la valuación relativa de Best Buy. Las empresas cuentan con distintas necesidades de reinversión, distinta estructura impositiva, depreciaciones y amortizaciones, costo del capital y crecimiento esperado. El múltiplo EV/EBITDA permite comparar estas diferencias al estar contempladas implícitamente. Además, si bien el valor de la firma no es exactamente neutro en términos de estructura de capital, lo certero es que es una medida mucho más neutra que utilizar el valor del *equity* como numerador, ya que los cambios en la forma de financiamiento afectan directamente a la estructura de capital.

Para comprender los detalles previamente mencionados, recordar que el valor implícito de la firma está dado por la formula:

$$EV = \frac{FCFF}{WACC - g}$$

Donde $FCFF$ es el flujo de fondos perteneciente a la firma, $WACC$ el costo del capital y g el crecimiento esperado. Reescribimos $FCFF$ en términos de $EBITDA$, de manera tal que:

$$\begin{aligned} FCFF &= EBIT(1 - t) - (CapEx - D\&A + \Delta WC) = \dots \\ &= (EBITDA - D\&A)(1 - t) - (CapEx - D\&A + \Delta WC) = \dots \\ &= (EBITDA)(1 - t) - D\&A(1 - t) - Reinvestment \end{aligned}$$

Entonces, reemplazando la nueva definición en la formular del valor implícito de la firma:

$$EV = \frac{(EBITDA)(1 - t) - D\&A(1 - t) - Reinvestment}{WACC - g}$$

Multiplicando miembro a miembro la ecuación por $1/EBITDA$, obtenemos el siguiente resultado:

$$EV/EBITDA = \frac{(1 - t) - \frac{D\&A}{EBITDA}(1 - t) - \frac{Reinvestment}{EBITDA}}{WACC - g}$$

Efectivamente, el múltiplo depende de la estructura impositiva, las necesidades de reinversión, las depreciaciones y amortizaciones, el costo del capital (y, por lo tanto, la estructura de capital), y el crecimiento esperado. Aquellas empresas con menor tasa de impuestos deberían cotizar a un múltiplo más elevado que aquellas con mayor tasa. Aquellas empresas con mayores gastos en depreciaciones y amortizaciones deberían cotizar a menores múltiplos, al igual que las que poseen mayores necesidades de reinversión. Por último, se puede esperar que los múltiplos sean más altos para las empresas con bajo costo del capital, y también para aquellas con un alto crecimiento esperado.

Entre los comparables seleccionados, Walmart, Costco y Target son las que más se asemejan a Best Buy en términos de rentabilidad, y por lo tanto proporcionan un marco de referencia para determinar un rango razonable para el múltiplo al cual debe cotizar. Al comparar los valores de los ratios financieros y crediticios los pares con Best Buy, observamos que esta última se sitúa en un punto medio o, en algunos casos, presenta números más favorables.

No obstante, en términos de crecimiento, Best Buy se queda atrás de sus comparables, y este factor se ve reflejado en los estados financieros de los últimos años, pese a los prospectos favorables que se esperan a futuro.

Dado el análisis realizado en base a las similitudes de Best Buy en términos de rentabilidad, estructura de capital y solvencia, y teniendo en cuenta la presencia de un bajo crecimiento en ventas y ganancias, se determinó que el múltiplo EV/EBITDA debe ubicarse en un rango de 8,0x a 12,0x veces.

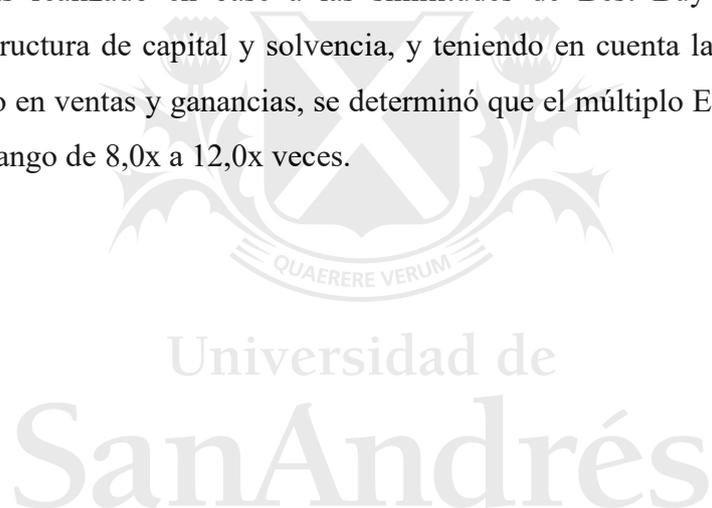


Tabla 35. Resumen de valuación por múltiplos
(unidades según se especifique)

Compañía	g (%)	ROA (%)	ROE (%)	EBIT (%)	EBITDA (%)	Margen neto (%)	EBITDA/ Intereses (x)	EV/ EBITDA (x)
	10,9%	7,0%	4,1%	6,5%	6,8%	3,6%	4,6x	15,9x
	6,7%	16,0%	11,8%	8,2%	9,8%	6,4%	10,0x	7,3x
	10,3%	33,6%	3,7%	30,8%	33,7%	26,2%	33,1x	21,0x
	6,8%	3,3%	2,9%	2,5%	17,0%	5,6%	47,3x	9,8x
	6,4%	10,7%	3,1%	4,2%	6,0%	2,4%	14,5x	13,7x
	9,1%	13,4%	2,1%	3,6%	4,4%	2,7%	64,7x	29,6x
	8,7%	10,7%	5,3%	5,5%	8,1%	3,9%	17,3x	10,9x
upbound	NA	6,3%	(0,3%)	4,3%	7,4%	(0,1%)	2,6x	11,3x
	(0,5%)	2,1%	3,2%	1,4%	2,8%	0,4%	6,4x	12,1x
	4,9%	9,9%	5,3%	3,3%	5,4%	1,4%	18,4x	7,2x
	3,5%	5,6%	8,4%	3,9%	5,2%	2,3%	6,9x	9,0x
Mediana	6,7%	9,9%	3,7%	4,2%	6,8%	2,7%	14,5x	11,3x
	5,9%	11,5%	7,5%	4,0%	6,1%	2,9%	51,0x	8x - 12x

Fuente: Elaboración propia.

Datos de Seeking Alpha, Trading View, formularios 10-K y 10-Q.

9.8. Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad realizado contempla como variables el rango del múltiplo de EV/EBITDA para Best Buy y el EBITDA.

Manteniendo el EBITDA constante, y haciendo variar el múltiplo EV/EBITDA obtenemos el rango para el precio de Best Buy, de entre \$126 y \$174 dólares. Observamos también que, al variar el EBITDA y manteniendo el múltiplo constante en 12 veces, el rango oscila entre los \$95 y \$205 dólares. Si bien la variabilidad es acentuada a medida que aumenta o caen los ingresos operativos antes de amortizaciones y depreciaciones, consideramos que el riesgo de que caiga considerablemente el EBITDA es ciertamente bajo.

Tabla 36. Análisis de sensibilidad (EV/EBITDA vs. EBITDA)
(unidades según se especifique)

		Precio por acción				
		EV/EBITDA				
		8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x
EBITDA	1.650M	65	73	80	88	95
	2.150M	83	93	103	113	123
	2.650M	102	114	126	138	150
	3.150M	120	134	149	163	178
	3.650M	138	155	172	188	205

Fuente: Elaboración propia.
Valuación por múltiplos.



Universidad de
San Andrés

10. Valuación relativa (arrendamientos operativos como deuda)

Para la valuación relativa con los arrendamientos operativos bajo tratamiento de deuda, los principales cambios se dieron para el cálculo del valor de la firma y el múltiplo para la determinación del rango de cotización de Best Buy.

Para determinar el valor de la firma, el procedimiento es en esencia el mismo que el que se llevó a cabo en análisis previos, con la diferencia de que se identificó de los estados financieros los componentes de las obligaciones generadas por arrendamientos financieros y operativos (a valor libros) y se computó por separado de la deuda (para aquellas empresas que reportan los arrendamientos financieros junto a la deuda financiera, se separaron los componentes). El resultado que se obtuvo fue un valor de la firma para las distintas compañías más elevado en relación con la valuación relativa de la anterior sección.

Tabla 37. Comparables por tamaño con *leases* operativos
(unidades en millones de USD)

Compañía	Ticker	Capitalización de mercado	Deuda financiera	Leases (op. Y fin.)	Caja y equivalentes	Activos no operativos	Valor de la firma
Dell	DELL	78.450	25.990	829	(7.366)	(1.395)	96.508
HP	HPQ	29.040	10.930	1.255	(2.147)	-	39.078
Apple	AAPL	2.760.000	107.016	12.842	(29.965)	(100.544)	2.749.349
Walmart	WMT	493.560	63.280	20.864	(9.867)	(13.737)	554.100
Costco	COST	328.510	9.430	2.788	(9.095)	(1.239)	330.394
Target	TGT	78.700	19.770	5.621	(3.805)	(54)	100.232
Upbound	UPBD	1.850	1.600	206	(94)	-	3.562
Walgreens	WBA	18.190	34.700	25.448	(784)	(3.400)	74.154
Kroger	KR	40.880	19.250	9.120	(1.725)	(18)	67.507
CVS	CVS	99.390	77.999	19.166	(8.196)	(5.452)	182.907
Best Buy	BBY	16.538	1.031	2.851	(1.793)	(280)	18.348

Fuente: Elaboración propia.

Datos de *Seeking Alpha*, *Trading View*, formularios 10-K y 10-Q.

A su vez, para asegurar la consistencia de los múltiplos, el denominador, previamente denominado EBITDA, debe excluir la renta que surge de incurrir en los contratos de *leasing* operativos, por lo que se debe sumar. De esta forma, se obtiene la métrica denominada EBITDAR (ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones, amortizaciones y renta). En la tabla inferior se exhibe la expensa por renta, obtenida de las notas a los estados financieros de las distintas compañías, y se observa que el margen EBITDAR promedio se sitúa en un 9,9%, con una mediana del 6,7%. El margen

EBITDAR de Best Buy alcanza un 7,9%, y se asemeja a los valores observados en Costco, Walmart, Target y Dell.

Tabla 38. Renta, EBITDA, EBITDAR y márgenes
(unidades según se especifique)

Compañía	Renta por leases op.	EBITDA (M)	EBITDAR (M)	EBITDA (%)	EBITDAR (%)
Dell	291M	6.030	6.321	6,8%	7,1%
HP	336M	5.201	5.537	9,8%	10,4%
Apple	1900M	130.109	132.009	33,7%	34,2%
Walmart	2277M	38.865	41.142	6,0%	6,3%
Costco	309M	11.072	11.381	4,4%	4,6%
Target	550M	8.701	9.251	8,1%	8,6%
Upbound	105M	296	401	7,4%	10,0%
Walgreens	4254M	4.016	8.270	2,8%	5,8%
Kroger	950M	8.111	9.061	5,4%	6,0%
CVS	2532M	18.439	20.971	5,2%	5,9%
Mediana				6,4%	6,7%
Promedio				9,0%	9,9%
Best Buy	777M	2650	3427	6,1%	7,9%

Fuente: Elaboración propia.
Datos de Seeking Alpha, Trading View, formularios 10-K y 10-Q.

Por último, computamos los múltiplos EV/EBITDAR para las empresas comparables. Los cambios realizados no afectan a la conclusión que se obtuvo en la valuación previa, ya que Walmart, Costco y Target siguen siendo las empresas a las cuales las métricas de Best Buy mayormente se asemejan. Por tales motivos, teniendo en cuenta el crecimiento de los últimos 5 años de estas empresas, se determinó que el rango al cuál debe cotizar esta empresa es de 6,0x a 10,0x veces.

Para obtener un rango de precios, se sensibilizó el precio por acción con respecto a las variables de EBITDAR y EV/EBITDAR. Manteniendo el EBITDAR constante, y haciendo variar el múltiplo EV/EBITDAR obtenemos el rango para el precio de Best Buy, de entre \$86 y \$149 dólares. Mantenido el múltiplo constante en 8 veces y haciendo variar al EBITDAR, el rango oscila entre los \$81 y \$154 dólares.

Tabla 39. Estructura de capital
(unidades según se especifique)

Compañía	Equity	Deuda	Leases	Renta (% Leases)
Dell	75%	25%	1%	35%
HP	70%	27%	3%	27%
Apple	96%	4%	0%	15%
Walmart	85%	11%	4%	11%
Costco	96%	3%	1%	11%
Target	76%	19%	5%	10%
Upbound	51%	44%	6%	51%
Walgreens	23%	44%	32%	17%
Kroger	59%	28%	13%	10%
CVS	51%	40%	10%	13%
Mediana	72%	26%	5%	14%
Promedio	68%	24%	8%	20%
Best Buy	81%	5%	14%	27%

Como última métrica para la determinación del múltiplo EV/EBITDA, realizamos un análisis de la estructura de capital. Previo a la valuación de los arrendamientos, tomábamos a Best Buy como una empresa sin deuda, lo que nos hacía compararla con compañías como Apple, Walmart, Costco y Target en cuando a su salud financiera. No obstante, tomando los leases como deuda, notamos que la estructura de la compañía no se asemeja más a la de las empresas previamente mencionadas. Su estructura de deuda por *leases* se parece más a la de empresas como Kroger, Walgreens y CVS.

Este factor nos hizo reconsiderar al rango de los múltiplos, tomando como piso el múltiplo de Kroger y como techo del rango, el múltiplo de Target. A partir de esta premisa, establecemos que el rango EV/EBITDAR de Best Buy se debe encontrar entre 7x – 11x.

Tabla 40. Múltiplos EV/EBITDAR

(en veces x)

Compañía	EV/EBITDAR (x)
Dell	15,3x
HP	7,1x
Apple	20,8x
Walmart	13,5x
Costco	29,0x
Target	10,8x
Upbound	8,9x
Walgreens	9,0x
Kroger	7,5x
CVS	8,7x
Mediana	9,9x
Media	13,1x
Best Buy	7,0x - 11,0x

Fuente: Elaboración propia.

Datos de *Seeking Alpha*, *Trading View*, formularios 10-K y 10-Q.

Tabla 41. Análisis de sensibilidad (EV/EBITDAR vs. EBITDAR)

(unidades según se especifique)

EBITDAR	Precio por acción				
	EV/EBITDAR				
	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
2.427M	69	81	92	103	114
2.927M	85	99	112	126	139
3.427M	102	117	133	149	164
3.927M	118	136	153	171	189
4.427M	134	154	174	194	215

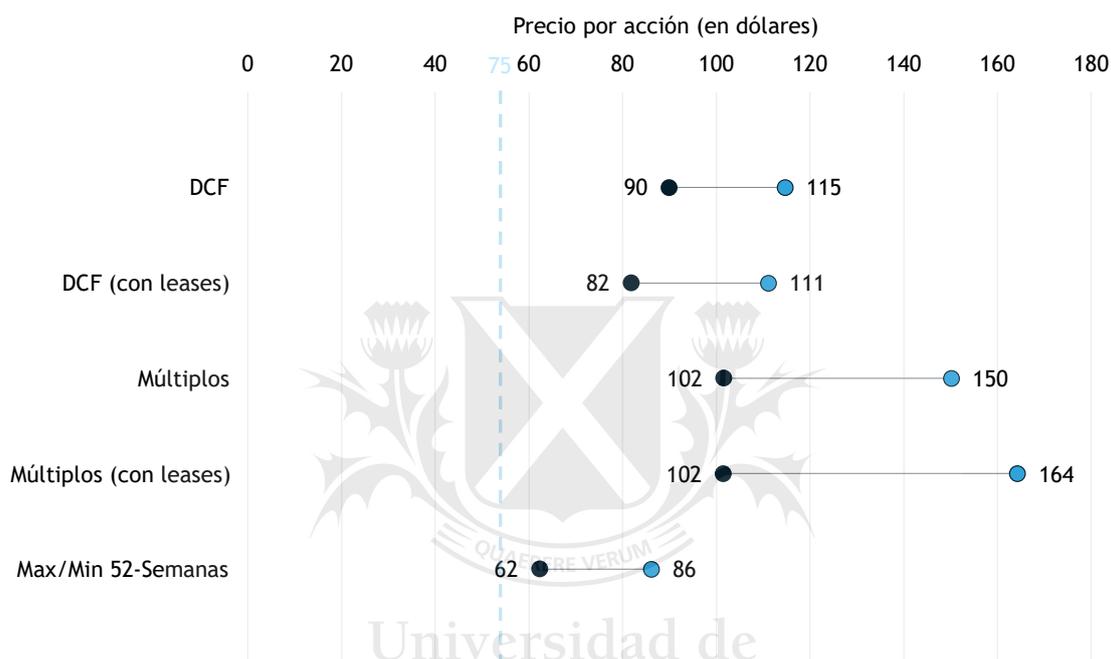
Fuente: Elaboración propia.

Valuación por múltiplos con *leases* operativos.

11. Conclusión

Best Buy opera en un mercado altamente competitivo, y la empresa en particular se vió afectada por una caída en la demanda de productos de electrónica, lo que ocasionó que sus ventas caigan y esto impactó en última instancia en el precio de sus acciones. No obstante, la empresa mantiene una sólida reputación como minorista en el sector de electrónica y su posición financiera continúa siendo fuerte a pesar de esta caída.

Gráfico 28. Resultados de las valuaciones



Fuente: Elaboración propia.
Resultados de las valuaciones.

En base a los resultados obtenidos en la valuación por el método de flujos de fondos descontados, con un precio de \$99 dólares en el escenario base, un precio de \$90 dólares en el escenario pesimista y \$115 dólares en el escenario optimista, al día 3 de febrero de 2024 el valor de mercado de Best Buy era de \$75 dólares, se considera que el mercado está subvaluando a la empresa y la recomendación es la de invertir.

En base a los resultados obtenidos en la valuación por flujos de fondos descontados, tratando a los arrendamientos operativos como deuda, donde el precio oscila entre los \$82 y \$111 dólares, con un precio de \$93 dólares para el escenario base, se considera que el mercado continúa subvaluando a la empresa y la recomendación es la de invertir, pese a que en el escenario pesimista el precio implícito por acción coincida con el precio de mercado.

En base a los resultados obtenidos en la valuación relativa, con un rango de precios que oscila entre los \$102 y los \$150 dólares según el análisis de sensibilidad, nuestra recomendación es la de invertir en Best Buy.

Por último, en base a los resultados obtenidos en la valuación relativa, tratando a los arrendamientos operativos como deuda, con un rango de precios que oscila entre los \$102 y los \$164 dólares según el análisis de sensibilidad, nuestra recomendación continúa siendo la de invertir en Best Buy.



Universidad de
San Andrés

Bibliografía (Libros y publicaciones)

- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.
- Grenwald, B., & Kahn, J. (2005). *Competition Demystified: A radically simplified approach to business strategy* (1st ed.). Penguin Group.
- Koller, T. (2022). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company. Wiley.
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2020). *Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs* (3rd ed.). Wiley.



Universidad de
San Andrés

Bibliografía (Informes y sitios web)

- Best Buy Co., Inc. Investor Relations. (s.f.). Recuperado de <https://investors.bestbuy.com/investor-relations/overview/default.aspx>
- FRED. (2023). E-Commerce Retail Sales as a Percent of Total Sales [Datos económicos]. <https://www.census.gov/retail/sales.html>
- FRED. (2023). Gross Domestic Product – Economic Data [Datos económicos]. <https://fred.stlouisfed.org/series/GDP>
- Mauboussin, M., & Callahan, D. (2022). Return on Invested Capital: How to Calculate ROIC and Handle Common Issues [Informe técnico]. Morgan Stanley.
- Mauboussin, M., & Callahan, D. (2022). ROIC and the Investment Process: ROICs, How They Change, and Shareholder Returns [Informe técnico]. Morgan Stanley.
- Statista. (2023). Consumer Electronics Worldwide, Market Insights. Recuperado de <https://www.statista.com/outlook/cmo/consumer-electronics/worldwide>
- Statista. (2023). eCommerce - Worldwide, Market Insights. Recuperado de <https://www.statista.com/outlook/emo/ecommerce/worldwide#:~:text=Revenue%20in%20the%20eCommerce%20Market,US%246%2C568.00bn%20by%202029>
- Statista. (2023). Forecast of the gross domestic product of the United States from fiscal year 2024 to fiscal year 2034, Economy & Politics. Recuperado de <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/216985/forecast-of-us-gross-domestic-product/>
- United States Census Bureau. (2023). Advance Monthly Sales for Retail and Food Services. Recuperado de <https://www.census.gov/retail/sales.html>